

CÔNG TY CỔ PHẦN HÓA CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM (HSX: CSV)
Nguyễn Đức Thành Nhân

Chuyên viên phân tích

Email: nhanndt@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 - Ext: 7580

Giá tại ngày 01/04/2021 (đồng/cp):
31.000
Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp):
31.200
THEO DÕI
Chênh lệch:
+0,6%

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

XÚT – CLO LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH, MẢNG PHỐT PHO VÀ LƯU HUỖNH KÉM KHỞI SẮC

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu CSV của Công ty Cổ phần Hóa chất Cơ bản Miền Nam, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của CSV là **31.200 đồng/cp**, cao hơn 0,6% so với mức giá đóng cửa ngày 01/04/2021.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu CSV ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu CSV có thể xem xét bán chốt lời khi giá cổ phiếu đạt mức giá mục tiêu trên. Khuyến nghị này được đưa ra dựa trên các luận điểm sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

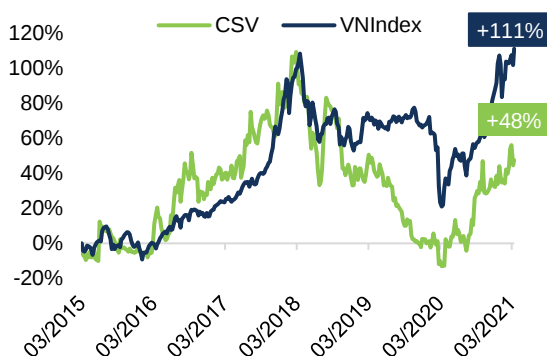
- **Mảng Xút – Clo (chiếm 56,2% doanh thu năm 2020) là điểm sáng trong hoạt động kinh doanh của CSV**

Các dây chuyền sản xuất sản phẩm Xút của CSV hầu hết vận hành ở mức tối đa công suất (trung bình hoạt động vượt CSTK khoảng 17% trong giai đoạn 2016 – 2019) do nguồn cung sản phẩm Xút trong nước thiếu hụt trầm trọng, lượng nhập khẩu chiếm hơn 40% tổng nhu cầu tiêu thụ. Mặc dù thị trường Xút còn nhiều dư địa tăng trưởng cho các doanh nghiệp trong nước, vấn đề chính ở mảng này hiện nằm ở nhu cầu sản phẩm gốc Clo (sản phẩm đồng hành với Xút) còn hạn chế. Vì vậy, dù cho có ưu thế về giá thành (đến từ chi phí điện năng thấp) so với sản phẩm nhập khẩu, mức độ tăng trưởng của các đơn vị Xút – Clo nội địa phụ thuộc phần lớn vào việc giải quyết đầu ra cho sản phẩm gốc Clo – nút thắt cổ chai.

Trong năm 2021, CSV dự kiến đầu tư gia tăng năng lực sản xuất thêm 10.000 tấn/năm, tương ứng với mức tăng 25% so với CSTK hiện tại. Ngoài ra, CSV cũng sản xuất thêm 2 sản phẩm mới gốc Clo với tiềm năng tích cực, kì vọng sẽ giúp tiêu thụ lượng Clo tăng thêm từ việc mở rộng công suất. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng Xút – Clo năm 2021 sẽ đạt khoảng 871 tỷ đồng (+16% YoY).

- **Định mức tiêu hao nguyên nhiên liệu đầu vào ở mức thấp, biên lợi nhuận gộp của CSV cao nhất mảng hóa chất cơ bản**

Các dây chuyền sản xuất Xút của CSV phần lớn có định mức tiêu hao hai nguyên nhiên liệu đầu vào chính (muối công nghiệp và điện) thấp. Điều này là nguyên nhân chính giúp CSV có biên lợi nhuận gộp cao nhất mảng hóa chất cơ bản. Ngoài ra, các dây chuyền sản xuất này phần lớn đã hết khấu hao, giúp giảm một phần chi phí được hạch toán vào giá vốn.

Biến động giá cổ phiếu CSV và VNINDEX

Thông tin giao dịch 01/04/2021

Giá hiện tại (đồng/cp)	30.700
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	33.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	16.300
Số lượng CP niêm yết (cp)	44.200.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	44.200.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	279.188
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.370,2
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.636
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,53x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Hóa chất Cơ bản Miền Nam
Địa chỉ	22 Lý Tự Trọng, Bến Nghé, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại hóa chất cơ bản
Lợi thế cạnh tranh	Công nghệ sản xuất Xút – Clo tiêu hao ít nguyên nhiên liệu đầu vào
Rủi ro chính	Giá thành sản xuất mảng phốt pho cao

➤ **Tình hình tiêu thụ ở mảng photpho và lưu huỳnh (chiếm tổng 21,3% doanh thu năm 2020) không khả quan**

- Mảng photpho của CSV không có tính cạnh tranh khi CTCP Phốt Pho Việt Nam (công ty con của CSV đảm nhận sản xuất photpho vàng) có chi phí sản xuất cao hơn các doanh nghiệp khác trong ngành. Hơn nữa, CTCP Phốt Pho Việt Nam hiện đã hết thời hạn hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp của UBND tỉnh Lào Cai từ đầu năm 2019, do đó, gặp bất lợi trong việc điều chỉnh giá bán cạnh tranh hơn so với các đơn vị sản xuất photpho vàng khác trong nước.
- Mảng lưu huỳnh, hai sản phẩm chính – axit sunfuric và phèn nhôm – đang gặp khó khăn trong việc tiêu thụ do nhu cầu thay đổi. Cụ thể, trong năm 2020, khách hàng chính là Ajinomoto Việt Nam (chiếm 50% trong tổng lượng tiêu thụ axit sunfuric của CSV) đã thay đổi công nghệ sản xuất. Ngoài ra, sản phẩm phèn nhôm cũng đang dần bị thay thế bởi sản phẩm PAC với ưu thế về giá thành lẫn công dụng.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

➤ **Ảnh hưởng của sản phẩm Xút Trung Quốc giá rẻ**

Trong năm 2020, để giải quyết tình trạng tồn kho sản phẩm Xút do ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19, các doanh nghiệp Xút – Clo ở Trung Quốc đã xuất khẩu vào Việt Nam với giá bán thấp hơn so với giá thành sản xuất. Điều này khiến các doanh nghiệp nội địa bị ảnh hưởng nghiêm trọng, trong đó lượng Xút sản xuất tại CSV trong năm 2020 sụt giảm mạnh, khoảng -7,2% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tác động trên chỉ mang yếu tố ngắn hạn nhờ nhu cầu sản xuất hóa chất tại Trung Quốc kì vọng sẽ phục hồi trong năm 2021.

➤ **Tiến độ thực hiện dự án di dời các nhà máy sản xuất hóa chất sang KCN Nhơn Trạch 6**

Các dây chuyền và thiết bị sản xuất của 3 nhà máy hóa chất của CSV sẽ được di dời từ KCN Biên Hòa 1 sang KCN Nhơn Trạch 6 theo đề án di dời chuyển đổi công năng KCN Biên Hòa 1 của UBND tỉnh Đồng Nai. Về cơ bản, quy mô sản xuất trước và sau di dời sẽ không có sự thay đổi. Hiện việc di dời đang chậm tiến độ so với dự kiến do gặp vướng mắc trong quá trình bổ sung, làm rõ một số thủ tục pháp lý liên quan đến diện tích quy hoạch, sự đồng thuận và phương án di dời của các doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính CSV sẽ thực hiện dự án di dời trên trong giai đoạn 2024 – 2028.

➤ **Kế hoạch thoái vốn của CSV tại CTCP Phốt pho Việt Nam**

CSV hiện có chủ trương sẽ thoái toàn bộ vốn tại CTCP Phốt Pho Việt Nam và mua lại photpho vàng từ các đơn vị khác để sản xuất axit photphoric. Như vậy, sau khi thoái vốn, CSV sẽ gần như không kinh doanh thương phẩm photpho vàng (doanh thu chiếm 12,4% trong tổng doanh thu của CSV năm 2020). Theo đó, doanh thu mảng photpho ước tính sẽ chỉ còn đóng góp khoảng 3% doanh thu của CSV (chủ yếu từ sản phẩm axit photphoric). Tuy nhiên, do thời điểm xảy ra việc thoái vốn vẫn chưa được xác định nên chúng tôi không đưa kế hoạch trên vào mô hình dự phóng.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành



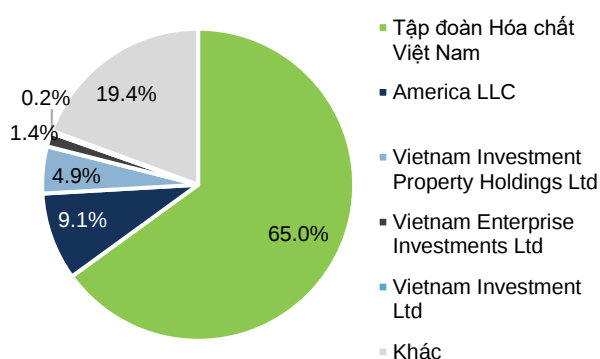
CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam được thành lập vào ngày 21/07/1976 theo Quyết định số 240/HC của Tổng Cục Hóa Chất.

Năm 1993, CSV đầu tư chuyển đổi công nghệ sản xuất Xút theo công nghệ màng trao đổi ion với công suất khởi điểm 6.500 tấn Xút 100%/năm.

Năm 2009, CSV thành lập Nhà Máy Hóa Chất Tân Bình 2 với 2 dây chuyền sản xuất axit sunfuric và muối nhôm sunfat (phèn nhôm).

Ngày 01/01/2014, công ty thực hiện cổ phần hóa với tên gọi CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam với vốn điều lệ là 442 tỷ đồng. Đến tháng 03/2015, công ty chính thức được niêm yết và giao dịch trên sàn HSX, với mã cổ phiếu CSV.

2. Cơ cấu cổ đông

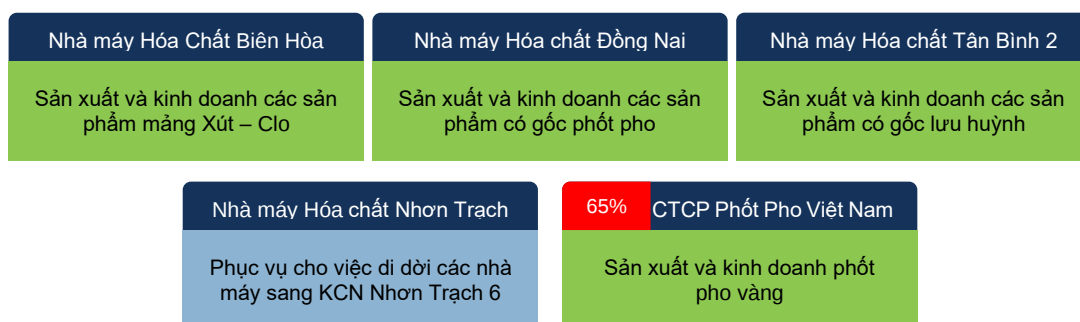


Nguồn: CSV, FPTS tổng hợp
(*) Cập nhật tại ngày 01/04/2021

CSV có cơ cấu cổ đông khá cô đặc khi Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) chiếm tới 65% tỷ lệ sở hữu. Nhóm cổ đông lớn thứ hai thuộc về quỹ ngoại America LLC, với tỷ lệ sở hữu 11 %; trong khi ba quỹ còn lại Vietnam Investment Property Holdings Ltd, Vietnam Enterprise Investments Ltd và Vietnam Investment Ltd đều thuộc VinaCapital với tổng tỷ lệ sở hữu khoảng 6,5%.

Theo QĐ số 16/QĐ-TTg được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, CSV hiện nằm trong Đề án tái cơ cấu của Vinachem giai đoạn 2017 – 2020. Tuy nhiên, việc thoái vốn tại CSV xuống 51% của Vinachem đã không diễn ra theo kế hoạch tái cấu trúc và thời điểm thoái vốn cụ thể hiện vẫn chưa được công bố.

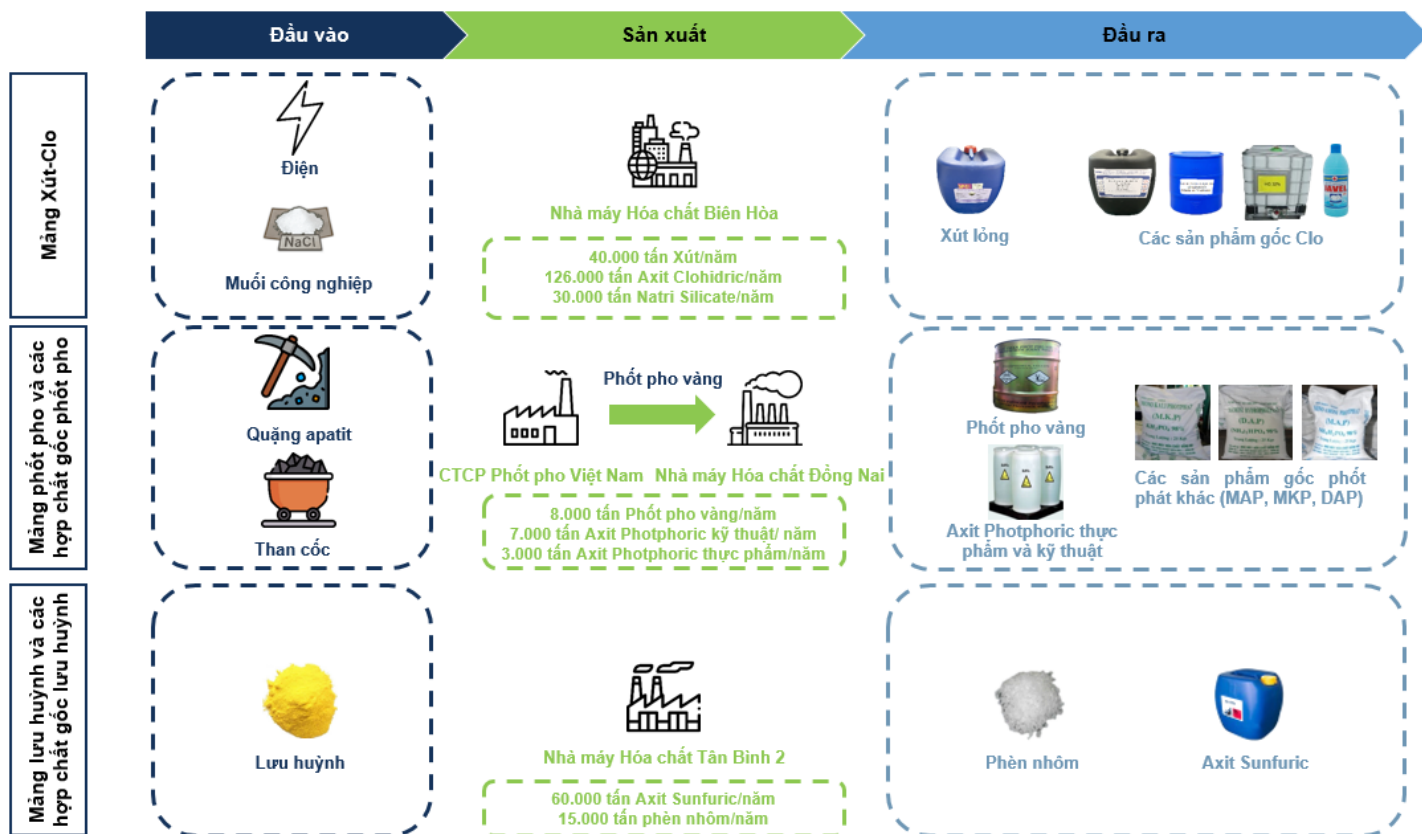
3. Cơ cấu công ty



CSV hiện đang sở hữu 4 nhà máy sản xuất hóa chất và 1 công ty con (CTCP Phốt Pho Việt Nam). Trong đó, nhà máy hóa chất Biên Hòa, Đồng Nai, và Tân Bình 2 đảm nhận từng mảng hoạt động kinh doanh chính của CSV, lần lượt bao gồm màng Xút – Clo, phốt pho và lưu huỳnh. Trong khi đó, nhà máy hóa chất Nhơn Trạch được thành lập tại KCN Nhơn Trạch 6 để phục vụ cho việc di dời toàn bộ dây chuyền sản xuất của 3 nhà máy kể trên. Ngoài ra, CSV còn sở hữu 65% vốn điều lệ của CTCP Phốt Pho Việt Nam với hoạt động chính là sản xuất và kinh doanh sản phẩm phốt pho vàng.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

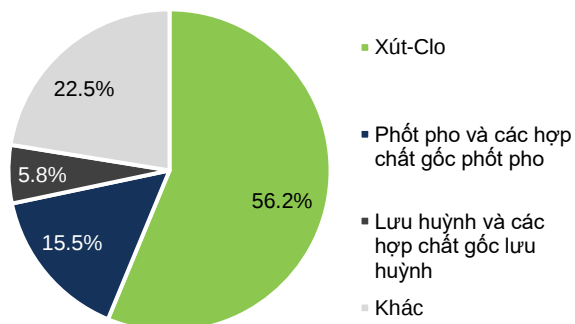
Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của CSV



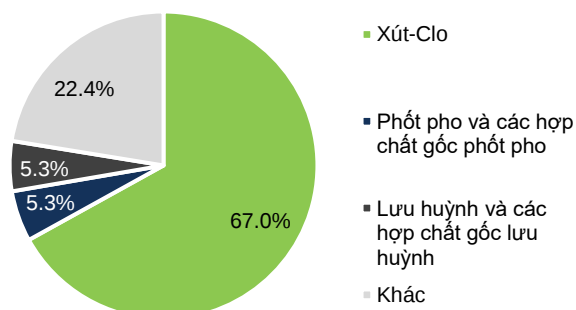
(*) Các sản phẩm gốc Clo bao gồm axit HCl, Clo lỏng, PAC và Javel
 Nguồn: CSV, FPTs tổng hợp

► Xút – Clo là mảng hoạt động kinh doanh chính, chiếm phần lớn doanh thu và lợi nhuận gộp của CSV

Cơ cấu doanh thu năm 2020



Cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2020



Nguồn: CSV, FPTs tổng hợp

Màng Xút – Clo

Màng Xút – Clo là hoạt động kinh doanh cốt lõi, đóng góp 56,2% tổng doanh thu của CSV năm 2020. Nhà máy Hóa chất Biên Hòa đảm nhận toàn bộ hoạt động sản xuất của mảng Xút – Clo với sản phẩm chính là Xút lỏng và các sản phẩm gốc Clo như axit HCl, Clo lỏng, PAC và Javel.

Màng photpho và các hợp chất gốc photpho

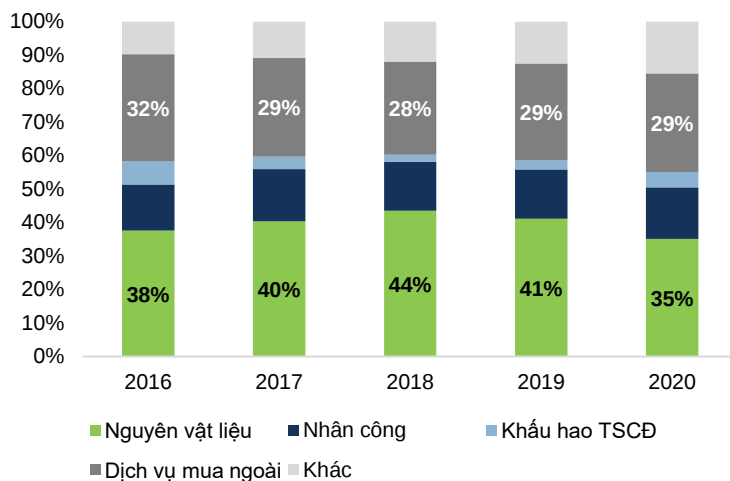
Mảng này hiện chiếm 15,5% trong tỷ trọng doanh thu, tuy nhiên, đóng góp thấp nhất, khoảng 5,3% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của CSV trong năm 2020. CTCP Phốt Phô Việt Nam đảm nhận việc sản xuất photpho vàng với hơn 85% sản lượng sẽ đem đi xuất khẩu, phần còn lại sẽ cung cấp cho Nhà máy Hóa chất Đồng Nai để sản xuất axit photphoric và các sản phẩm gốc photphat khác.

Màng lưu huỳnh và các hợp chất gốc lưu huỳnh

Cùng với Xút – Clo, màng này được CSV định hướng phát triển trong dài hạn, chiếm 5,8% trong cơ cấu doanh thu năm 2020 của CSV. Doanh nghiệp hiện có dây chuyền sản xuất axit sunfuric với CSTK 60.000 tấn/năm và dây chuyền sản xuất phen nhôm với CSTK 15.000 tấn/năm thuộc Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2, chủ yếu phục vụ cho các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm, sản xuất ốc quẹ và xử lý nước.

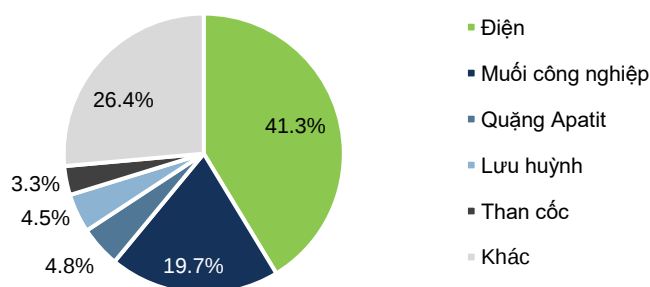
► Điện năng và muối công nghiệp là hai khoản mục lớn nhất trong chi phí nguyên nhiên liệu

Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



Do đặc thù của ngành sản xuất hóa chất, chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố. Tại CSV, chi phí này chiếm trung bình khoảng 40% tổng chi phí sản xuất trong giai đoạn 2016 – 2020. Chi phí dịch vụ mua ngoài xếp theo sau với tỷ trọng trong năm 2020 xấp xỉ 29%, chủ yếu bao gồm chi phí điện năng phục vụ cho quá trình sản xuất khi phần lớn dây chuyền sản xuất của CSV dựa trên công nghệ lò điện và điện phân¹. Chi phí khấu hao TSCĐ chiếm tỷ trọng thấp, trung bình khoảng 5% trong giai đoạn 2016 – 2020, do phần lớn các dây chuyền sản xuất tại CSV được đưa vào vận hành từ lâu nên đã hết khấu hao.

Cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu năm 2020



Nguồn: CSV, FPTST tổng hợp và ước tính

Điện năng và muối công nghiệp là hai khoản mục chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu của CSV. Hai nhân tố trên là nguyên liệu đầu vào cho màng Xút – Clo – lĩnh vực kinh doanh chính của doanh nghiệp. Ngoài ra, quặng apatit², lưu huỳnh và than cốc là nguyên liệu quan trọng để sản xuất các sản phẩm hóa chất trong các mảng còn lại của CSV, lần lượt chiếm tỷ trọng 4,8%, 4,5% và 3,3% trong năm 2020.

¹ Điện phân: Quá trình dùng năng lượng điện để thực hiện phản ứng oxi hóa – khử xảy ra trên Catot (cực âm, xảy ra quá trình khử) và Anot (cực dương, xảy ra quá trình oxi hóa)

² Quặng apatit: Nhóm các khoáng vật phosphate có chứa các ion OH⁻, F⁻ và Cl⁻ trong thành phần tinh thể, thường có công thức chung là Ca₅(PO₄)₃(OH,F,Cl)

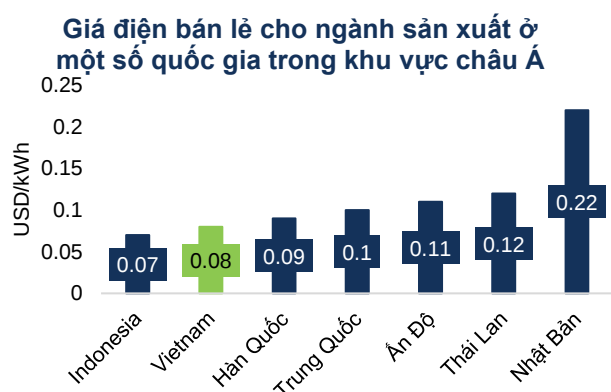
1. Màng Xút – Clo (chiếm 56,2% cơ cấu doanh thu 2020) – Triển vọng tích cực nhờ nhu cầu tiêu thụ Xút lớn

1.1. Đầu vào – Chưa khai thác hoàn toàn lợi thế về chi phí nguyên nhiên vật liệu đầu vào thấp

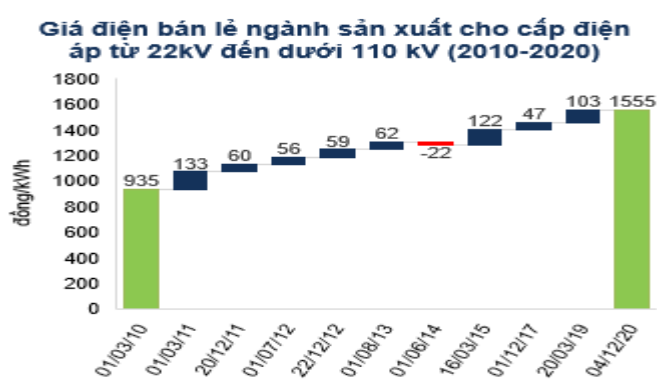
1.1.1. Điện (chiếm 50% giá thành sản xuất) – Chi phí điện năng rẻ, tuy nhiên chưa tận dụng được do nhu cầu các sản phẩm gốc Clo còn hạn chế

Do đặc thù của màng sản xuất hóa chất cơ bản, sử dụng phần lớn công nghệ lò điện và điện phân, do đó chi phí điện năng là chi phí chính của các doanh nghiệp hoạt động trong mảng này. Đối với hoạt động sản xuất Xút-Clo của CSV, chi phí sử dụng điện năng chiếm tới gần 50% giá thành. Hiện tại, nguồn điện cung cấp cho các nhà máy sản xuất của CSV thuộc đường dây phân phối của EVN tại cấp điện áp 22kV với giá điện bán lẻ đạt 1.555 đồng/kWh và có tốc độ tăng trưởng bình quân mỗi năm (CAGR) đạt 5,8%/năm trong giai đoạn 2010 – 2020.

Khi so sánh với các quốc gia xuất khẩu Xút lớn nhất trong khu vực châu Á, mức giá điện bán lẻ cho ngành sản xuất của Việt Nam (0,08 USD/kWh) thấp hơn đáng kể so với Hàn Quốc (0,09 USD/kWh), Trung Quốc (0,1 USD/kWh) và Nhật Bản (0,22 USD/kWh) – 3 quốc gia chiếm hơn 60% tổng giá trị Xút nhập khẩu vào Việt Nam. Đây là lợi thế lớn giúp Việt Nam có được giá thành sản phẩm Xút cạnh tranh hơn so với nhập khẩu từ các nước khác. Với ước tính của chúng tôi, giá thành sản phẩm Xút của Việt Nam hiện nay trung bình thấp hơn từ 6 – 13% so với các quốc gia trên. Ước tính trên được tính toán dựa vào việc các doanh nghiệp trong và ngoài nước hiện nay phần lớn đều sử dụng công nghệ điện phân tiên tiến nhất (điện phân màng trao đổi ion) tiêu hao ít nguyên vật liệu đầu vào, và chi phí sử dụng muối đầu vào giữa các quốc gia không khác biệt nhiều.



(*) Cập nhật vào tháng 06/2020
 Nguồn: Global Petrol Prices, FPTs tổng hợp



(*) Áp dụng cho giờ bình thường
 Nguồn: EVN, FPTs tổng hợp

Tuy nhiên, Việt Nam hiện nay vẫn phải nhập khẩu Xút (chiếm hơn 40% trong tổng lượng tiêu thụ nội địa) bởi nhu cầu sản phẩm gốc Clo – sản phẩm đồng hành với Xút trong quá trình điện phân – còn hạn chế (trình bày chi tiết trong [Mục 1.3.3: Giải quyết tình trạng mất cân bằng Xút – Clo để tháo gỡ nút thắt cổ chai](#)). Trong trường hợp nhu cầu các sản phẩm gốc Clo được cải thiện, các doanh nghiệp Xút – Clo trong nước sẽ được hưởng lợi trong việc mở rộng quy mô sản xuất nhờ có ưu thế về giá thành sản xuất Xút so với nhập khẩu.

1.1.2. Muối công nghiệp (chiếm 30% giá thành sản xuất) – CSV nhập khẩu hoàn toàn muối công nghiệp từ Ấn Độ với áp lực từ hạn ngạch thuế quan

Các doanh nghiệp sản xuất Xút – Clo trong nước hiện nhập khẩu muối công nghiệp từ các quốc gia có ngành sản xuất muối phát triển như Ấn Độ, Úc và Trung Quốc nhờ có chất lượng cao hơn so với Việt Nam, trong khi chi phí sử dụng không chênh lệch nhiều. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự chênh lệch về chất lượng muối công nghiệp là do:

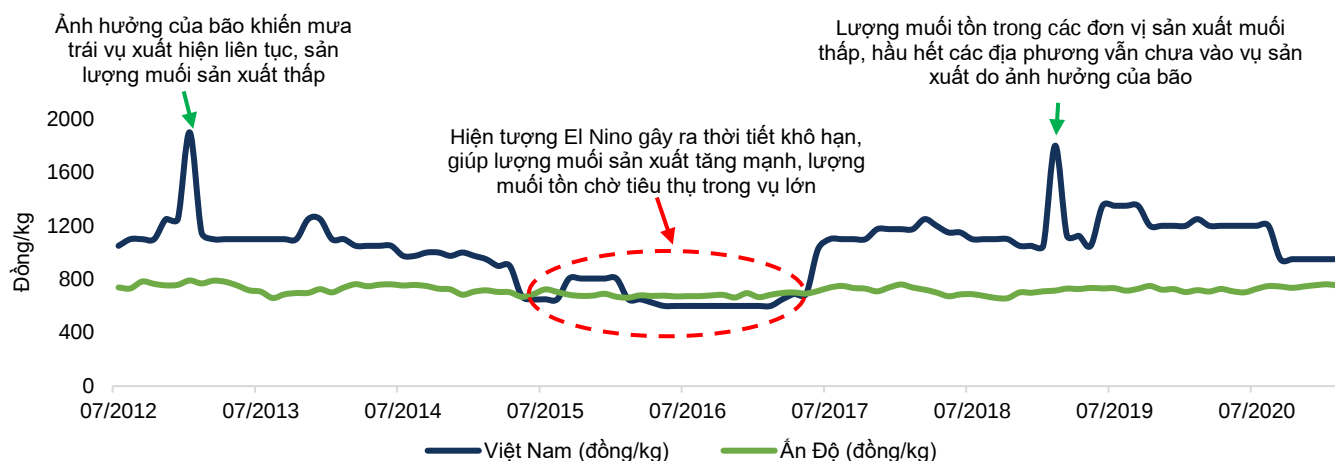
- (1) Mức độ cơ giới hóa trong sản xuất ở các đồng muối công nghiệp nước ta còn thấp khi mới chỉ áp dụng ở khâu cấp nước biển và thu hoạch (sử dụng máy kéo, máy cày, băng tải đánh đồng).
- (2) Các đồng muối ở Việt Nam sau khi thu hoạch hầu hết không qua công đoạn làm sạch mà tiến hành đánh đồng ngay, khiến hạt muối dễ dàng bao bọc tạp chất ở bên trong, dẫn đến việc làm sạch ở giai đoạn chế biến sau này rất khó khăn và tốn kém.

Hệ quả là muối công nghiệp trong nước có hàm lượng Natri Clorua thấp, hàm lượng ion Canxi và Magie cao so với tiêu chuẩn, nên nếu sử dụng làm nguyên liệu đầu vào trong dây chuyền Xút – Clo sẽ gây hư hại thiết bị điện

phân, ảnh hưởng nghiêm trọng đến năng lực sản xuất. Do vậy, doanh nghiệp muốn sử dụng muối công nghiệp trong nước bắt buộc phải đầu tư các dây chuyền loại bỏ các tạp chất không mong muốn, khiến chi phí sử dụng muối gia tăng. Ngược lại, ở Ấn Độ, Úc và Trung Quốc, việc rửa muối sau khi thu hoạch là công đoạn bắt buộc, kèm theo đó là quá trình sản xuất muối được cơ giới hóa hoàn toàn và đồng bộ. Vì vậy, muối công nghiệp ở các nước này đáp ứng được tiêu chuẩn làm nguyên vật liệu đầu vào trong sản xuất Xút – Clo.

Về giá bán, trong khi giá muối công nghiệp tại Ấn Độ duy trì ổn định trong giai đoạn 2012 – 2020, dao động quanh 650 – 800 đồng/kg, giá muối công nghiệp ở Việt Nam hiện đang ở mức cao, trung bình dao động trong mức 950 – 1.250 đồng/kg. Với mức giá như hiện tại, sau khi bao gồm mức thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch là 50%, chi phí sử dụng muối công nghiệp nhập khẩu từ Ấn Độ sẽ không chênh lệch nhiều so với muối công nghiệp ở trong nước ([Xem thêm Phụ lục 1: Thuế nhập khẩu muối công nghiệp](#)).

Giá muối công nghiệp tại Việt Nam và Ấn Độ



Nguồn: Bộ NN&PTNT, Bloomberg, FPTS tổng hợp

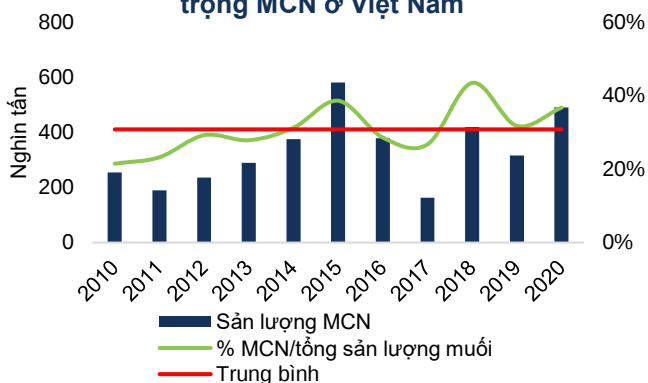
Trong giai đoạn 2011-2020, Bộ NN&PTNT cùng Bộ Công Thương đưa ra hạn ngạch nhập khẩu muối ~102.000 – 110.000 tấn/năm để khắc phục tình trạng thiếu muối chất lượng cao cho ngành sản xuất hóa chất, thường cấp từ 1 – 2 đợt, sau khi đã cân nhắc quyền lợi và lợi ích của doanh nghiệp và người làm muối. Theo chúng tôi ước tính, lĩnh vực sản xuất Xút – Clo trong nước hiện tiêu thụ khoảng 300.000 tấn muối công nghiệp mỗi năm, vượt hơn nhiều so với mức hạn ngạch kể trên. Vì vậy, các doanh nghiệp sản xuất Xút – Clo phải nhập khẩu phần lớn muối công nghiệp ngoài hạn ngạch với mức thuế suất cao, ở mức 50%.

CSV mỗi đợt được cấp khoảng 20.000 tấn trên tổng số khoảng 65.000 tấn muối nhập khẩu từ Ấn Độ mỗi năm, phần còn lại doanh nghiệp phải nhập ngoài hạn ngạch. Chúng tôi cho rằng mức hạn ngạch nhập khẩu muối như hiện nay ước tính làm gia tăng chi phí sử dụng muối công nghiệp của CSV lên khoảng 21% so với việc không áp dụng hạn ngạch.

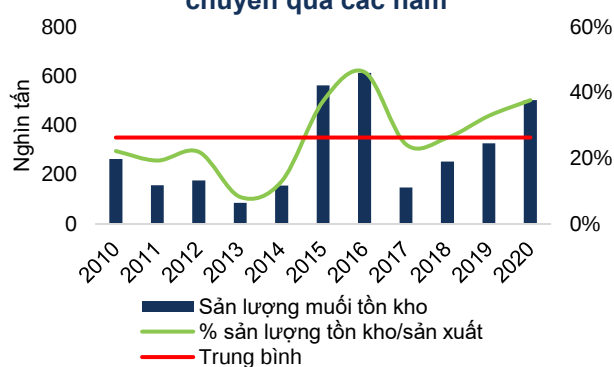
► Tình trạng nhập khẩu muối công nghiệp dự kiến kéo dài đến năm 2030

Mặc dù Việt Nam có nhiều tiềm năng sản xuất muối, tình trạng thiếu muối công nghiệp vẫn đang tiếp diễn. Điều này thể hiện qua việc sản lượng muối công nghiệp ở Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2020 chỉ chiếm khoảng 31% trong tổng sản lượng muối sản xuất, còn lại là muối thủ công. Sự mất cân đối này dẫn đến tình trạng lượng muối tồn kho cao luân chuyển qua các năm trong diêm dân và các doanh nghiệp sản xuất muối hầu hết đều là muối thủ công.

Tại thời điểm tháng 8/2020, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt “*Đề án phát triển ngành muối giai đoạn 2021 – 2030*”, trong đó đặt mục tiêu thận trọng hơn đối với việc quy hoạch diện tích và sản lượng muối công nghiệp tới năm 2030. Cụ thể, diện tích sản xuất và sản lượng muối công nghiệp đều được điều chỉnh giảm hơn gấp đôi xuống xấp xỉ 4.900 ha với sản lượng khoảng 870.000 tấn, so với kế hoạch trước đó được nêu trong “*Quy hoạch phát triển sản xuất muối đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030*” của bộ NN&PTNN ([Xem thêm Phụ lục 2: Bảng so sánh hai quy hoạch phát triển sản xuất muối](#)).

Sản lượng muối công nghiệp (MCN) và tỷ trọng MCN ở Việt Nam


Nguồn: Bộ NN&PTNT, FPTs tổng hợp

Tình hình sản lượng muối tồn kho luân chuyển qua các năm


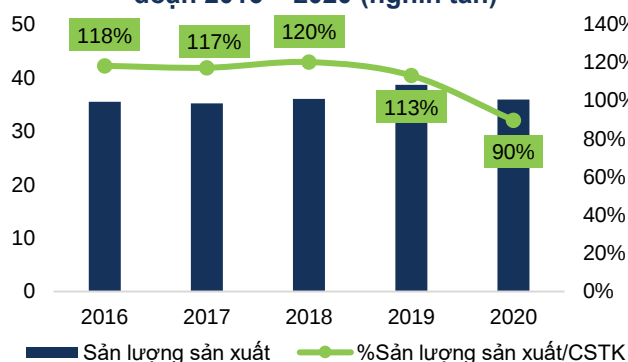
Nguồn: Bộ NN&PTNT, FPTs tổng hợp

Tuy nhiên, ngay cả trong trường hợp chất lượng muối công nghiệp đạt yêu cầu, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu muối công nghiệp cho tới năm 2030 khi lượng muối công nghiệp tiêu thụ trong năm 2020 được Bộ Công Thương ước tính đã lên tới 900.000 tấn.

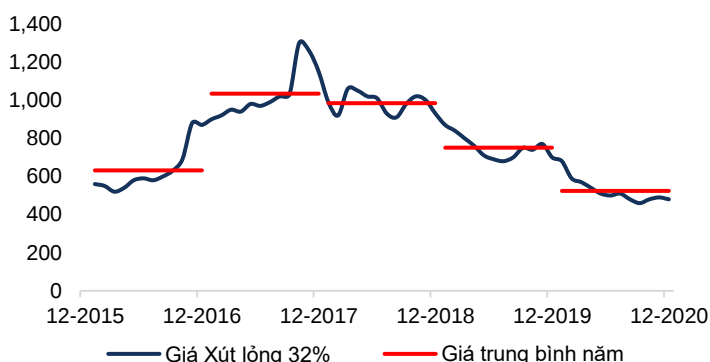
1.2. Sản xuất – Công suất vận hành đạt ở mức cao, mức tiêu hao nguyên nhiên liệu đầu vào thấp

Toàn bộ dây chuyền sản xuất Xút – Clo của CSV sử dụng công nghệ sản xuất tiên tiến nhất hiện nay - điện phân màng trao đổi ion, được đồng bộ và có xuất xứ từ tập đoàn tkUCE³ (châu Âu) ([Xem thêm Phụ lục 3: Minh họa quy trình sản xuất của dây chuyền Xút – Clo](#)). CSV hiện sử dụng 2 loại bình điện phân là DD350 và BM2.7 với tổng CSTK đạt 40.000 tấn Xút/năm. Trong giai đoạn 2016 – 2019, dây chuyền sản xuất Xút tại CSV có công suất vận hành đạt ở mức cao, trung bình đạt khoảng 117% so với CSTK do nhu cầu tiêu thụ Xút nội địa lớn trong khi nguồn cung Xút trong nước còn hạn chế.

Tuy nhiên, trong năm 2020, lượng Xút sản xuất tại CSV sụt giảm 7,2% so với cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân chủ yếu đến từ ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19, ngành sản xuất hóa chất của Trung Quốc bị đình trệ khiến nhu cầu Xút nội địa của Trung Quốc giảm mạnh, tồn kho tăng cao. Vì thế, các nhà sản xuất Xút tại nước này đã xuất khẩu Xút vào Việt Nam với giá bán thấp, thậm chí thấp hơn cả giá thành sản xuất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng trên chỉ mang tính chất ngắn hạn, và kỳ vọng ngành sản xuất hóa chất tại Trung Quốc sẽ phục hồi trong năm 2021.

Tình hình sản xuất Xút của CSV giai đoạn 2016 – 2020 (nghìn tấn)


(*) Bao gồm bình điện phân mới BM2.7 hoạt động vào T8/2019
 Nguồn: CSV, FPTs tổng hợp và ước tính

Giá Xút lỏng tại Trung Quốc (RMB/tấn)


Nguồn: CEIC, FPTs tổng hợp

Trong 2 nhà cung cấp Xút thương phẩm lớn nhất hiện nay, CSV đang có lợi thế về định mức tiêu hao 2 nguyên nhiên liệu đầu vào chính – muối công nghiệp và điện (80% giá thành sản phẩm) so với Hóa chất Việt Trì (HVT).

³ Tập đoàn tkUCE: liên doanh giữa thyssenkrupp Industrial Solutions và Industrie De Nora, sáp nhập hoạt động kinh doanh màng xây dựng các dây chuyền điện phân từ các đơn vị trước đây là thyssenkrupp Electrolysis, UHDENORA và Chlorine Engineers.

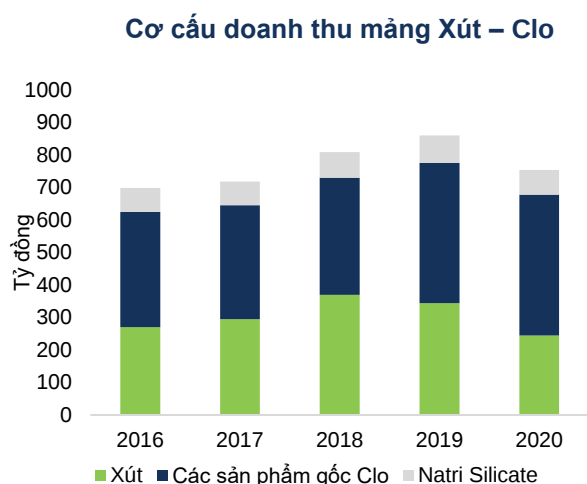
Bảng so sánh hai dây chuyền sản xuất Xút – Clo của CSV và HVT

Đặc điểm	CSV	HVT
Công nghệ điện phân	Màng trao đổi ion	Màng trao đổi ion
Nguồn gốc xuất xứ	tkUCE - EU	Lurgi - EU
CSTK (tấn/năm)	40.000	43.333
Định mức tiêu thụ nguyên nhiên liệu trên 1 tấn Xút quy về 100%		
Muối công nghiệp (tấn)	1,56	1,63
Điện (kWh)	2.150	2.204
Giá thành ước tính (triệu đồng/ECU)	8,46	8,73

Điều này xuất phát từ việc CSV liên tục đầu tư mới bình điện phân BM2.7 giúp giảm đáng kể điện năng tiêu thụ so với bình DD350 ([Xem thêm Phụ lục 4: Hệ thống dây chuyền điện phân của CSV](#)). Ngoài ra, doanh nghiệp cũng chủ động thực hiện các giải pháp cải tiến bao che, thu gom giảm thất thoát kho bãi lưu trữ muối, thu hồi triệt để lượng muối trong bùn thải với mục đích làm giảm định mức tiêu hao muối công nghiệp trong sản xuất Xút – Clo (điều chỉnh giảm 2,5% trong năm 2019). Do đó, chúng tôi ước tính giá thành sản xuất Xút – Clo (tính theo đơn vị ECU⁴) của CSV hiện thấp hơn HVT khoảng 3,1%.

1.3. Đầu ra – Nhu cầu tiêu thụ Xút lớn, tình trạng mất cân bằng Xút – Clo dần được khắc phục

1.3.1. Xút và các sản phẩm gốc Clo chiếm tỷ trọng lớn, khoảng 90% trong doanh thu mảng Xút – Clo



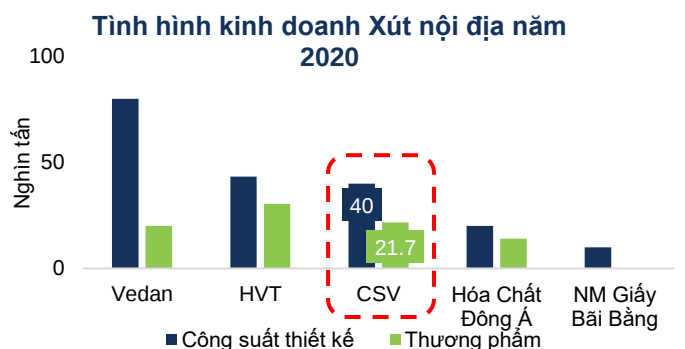
Nguồn: CSV, FPTS tổng hợp và ước tính

Xút và Clo là hai sản phẩm đồng hành sinh ra trong quá trình điện phân với tỷ lệ về khối lượng 1,13:1 (tương ứng theo đơn vị ECU). Sau đó, toàn bộ lượng Clo và một phần lượng Xút được đem đi chế biến sâu để sản xuất ra Natri Silicate và các sản phẩm gốc Clo như axit HCl, Clo lỏng, PAC và Javel.

Vì vậy, doanh thu mảng Xút – Clo chủ yếu đến từ Xút, các sản phẩm gốc Clo và Natri Silicate, với thị trường tiêu thụ chính ở khu vực phía Nam (nằm gần vị trí đặt nhà máy ở Đồng Nai), cụ thể từ các tỉnh Nam Trung Bộ, Tây Nguyên kéo dài đến khu vực Tây Nam Bộ. Trong đó, Xút và các sản phẩm gốc Clo chiếm 90% trong cơ cấu doanh thu mảng Xút – Clo trong giai đoạn 2016 – 2020. Còn lại là Natri Silicate với tỷ trọng doanh thu được duy trì ổn định ở mức 10% trong cùng giai đoạn trên.

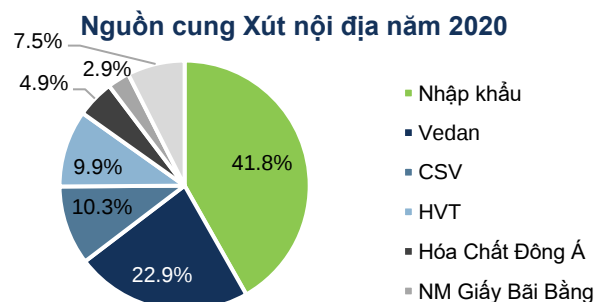
1.3.2. Gia tăng năng lực sản xuất Xút – Clo nhờ nguồn cung nội địa thiếu hụt

Năm 2020, nhu cầu tiêu thụ nội địa đạt khoảng 350.000 tấn Xút (quy về nồng độ 100%), chủ yếu cung cấp nguyên liệu đầu vào cho ngành sản xuất công nghiệp thiết yếu như dệt nhuộm, chất tẩy rửa, xà phòng, giấy-bột giấy và sản xuất nhôm. Với tình hình tiêu thụ Xút như hiện nay, nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 58%. Việt Nam hiện có 5 doanh nghiệp sản xuất Xút với quy mô lớn là Vedan Việt Nam, HVT, CSV, Hóa chất Đông Á và Nhà máy Giấy Bãi Bằng với tổng CSTK xấp xỉ trên 190.000 tấn/năm.



(*) Sản lượng Xút quy về nồng độ 100%

Nguồn: CSV, HVT, Hóa chất Đông Á, FPTS tổng hợp và ước tính



(*) Bao gồm tiêu thụ nội bộ của các doanh nghiệp

Nguồn: UN Comtrade, CSV, HVT, Hóa chất Đông Á, FPTS tổng hợp

⁴ ECU (Electrochemical Unit): đơn vị phản ánh sản lượng các sản phẩm đầu ra của quá trình điện phân Xút – Clo, bao gồm 1 tấn Clo, 1,13 tấn Xút và 0,03 tấn Hydro.

Trong đó, lượng Xút sản xuất tại HVT, CSV và Hóa chất Đông Á hầu hết được đem đi kinh doanh, một phần nhỏ được giữ lại đem đi chế biến sâu các sản phẩm khác như Javel và Natri Silicate. Trong khi, lượng Xút từ nhà máy Giấy Bãi Bằng và Vedan Việt Nam chủ yếu được sử dụng nội bộ.

Trong năm 2020, sản lượng Xút thương phẩm của CSV hiện chỉ xếp sau HVT, đạt khoảng 21.700 tấn (-23,6% YoY) do vấp phải sự cạnh tranh đến từ sản phẩm Xút Trung Quốc giá rẻ. Tuy nhiên, như chúng tôi đánh giá, tình trạng trên chỉ mang tính chất ngắn hạn và không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh trong năm 2021.

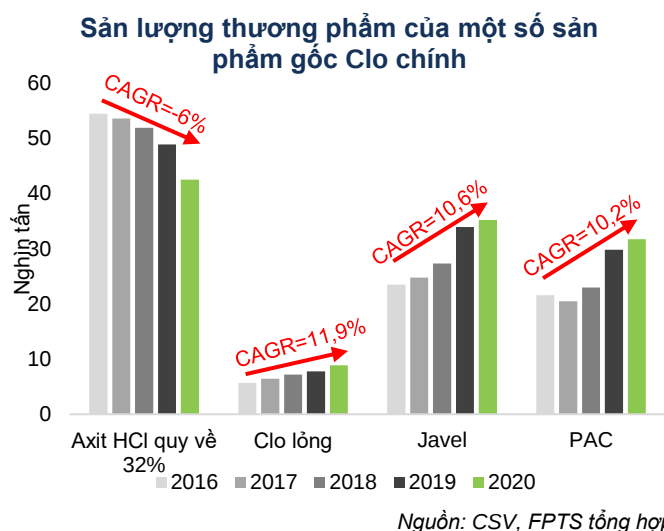
Nhờ mảng Xút còn nhiều dư địa tăng trưởng do thiếu hụt nguồn cung, CSV dự kiến vào T10/2021 sẽ đưa vào vận hành thêm 1 bình điện phân BM2.7 với CSTK 10.000 tấn/năm, nâng tổng CSTK lên 50.000 tấn/năm (tăng 25% CSTK so với năm 2020). Theo chúng tôi ước tính, trong năm 2021, hoạt động đầu tư này sẽ giúp doanh thu mảng Xút – Clo của CSV tăng lên mức 871 tỷ đồng (+16% YoY).

1.3.3. Giải quyết tình trạng mất cân bằng Xút – Clo để tháo gỡ nút thắt cổ chai

Mặc dù Việt Nam có chi phí sản xuất (điện năng) thấp và nhu cầu tiêu thụ Xút lớn, việc mở rộng công suất Xút – Clo của các đơn vị trong nước vẫn là một trở ngại lớn khi phụ thuộc hoàn toàn vào việc tìm kiếm đầu ra cho sản phẩm gốc Clo – nút thắt cổ chai trong sản xuất Xút – Clo. Trong khi nguồn cung Xút hiện tại chỉ đáp ứng được khoảng 58% nhu cầu tiêu thụ nội địa, nhu cầu sản phẩm gốc Clo vẫn còn rất hạn chế. Nguyên nhân chính là do (1) sản phẩm gốc Clo khó lưu trữ và (2) ngành sản xuất nhựa PVC (nguồn tiêu thụ gốc Clo lớn nhất trên thế giới) ở Việt Nam không cải thiện năng lực sản xuất trong những năm trở lại đây. Mặt khác, trong trường hợp doanh nghiệp chỉ tiêu thụ Xút sẽ không đủ bù đắp chi phí sản xuất Xút – Clo và chi phí xử lý Clo (độc hại với môi trường) dư thừa.

Do đó, CSV đang đẩy mạnh việc tiêu thụ sản phẩm gốc Clo bằng cách (1) Chuyển đổi cơ cấu sản xuất gốc Clo đáp ứng nhu cầu của thị trường và (2) Nghiên cứu, triển khai sản xuất các sản phẩm mới gốc Clo để gia tăng năng lực sản xuất.

► Chuyển đổi cơ cấu sản xuất đáp ứng nhu cầu thay đổi của thị trường



Các sản phẩm gốc Clo chính của CSV bao gồm axit HCl cung cấp cho các doanh nghiệp sản xuất thép, linh kiện điện tử và chế biến tôm chitin, **Clo lỏng** và **PAC** chủ yếu phục vụ cho ngành xử lý nước và **Javel** phục vụ cho nhu cầu xử lý nước, sản xuất bột giặt và chất tẩy rửa. Trong giai đoạn 2016 – 2020, sản lượng axit HCl thương phẩm tại CSV đang có xu hướng giảm (CAGR đạt -6%/năm) bởi tình trạng dư thừa nguồn cung ở khu vực phía Bắc và ngành sản xuất thép đã vận hành dây chuyền tái sinh axit. CSV dần linh động chuyển đổi cơ cấu sản xuất sang sản phẩm Clo lỏng, Javel và PAC trước bối cảnh các doanh nghiệp trong ngành xử lý nước dần thay thế sản phẩm phenol nhôm sang các sản phẩm gốc Clo, với ưu thế về giá thành và công dụng.

► Sản xuất các sản phẩm mới đáp ứng việc gia tăng công suất Xút – Clo

Trong năm 2021, CSV dự kiến sẽ sản xuất 2 sản phẩm gốc Clo mới là **Chloramin B** và **Trichloroisocyanuric acid (TCCA)**, kỳ vọng sẽ giúp tiêu thụ lượng Clo tăng thêm từ việc mở rộng công suất sản xuất Xút – Clo thêm 10 nghìn tấn/năm. Đối với **Chloramin B**⁵, việc tiêu thụ sản phẩm này có nhiều triển vọng khi nhu cầu phòng chống dịch bệnh COVID-19 hiện tại là rất lớn. Ngoài ra, hiện chỉ có 2 doanh nghiệp trong nước sản xuất được Chloramin B là CSV và DGC với giá thành rẻ hơn so với nhập khẩu. Trong khi với **TCCA**, CSV là doanh nghiệp đi đầu trong việc sản xuất mặt hàng này, ứng dụng chủ yếu trong việc xử lý nước trong bể bơi, ao hồ thủy sản, và tẩy trắng trong ngành công nghiệp dệt nhuộm. Vì vậy, chúng tôi đánh giá khả quan về tiềm năng tiêu thụ của 2 sản phẩm trên.

⁵ Chloramin B: có tác dụng diệt khuẩn, nấm và virus (đặc biệt hữu ích trong việc phòng chống dịch bệnh COVID-19), được Tổ chức Y tế Thế giới và Bộ y tế khuyến cáo sử dụng để khử trùng các nơi công cộng.

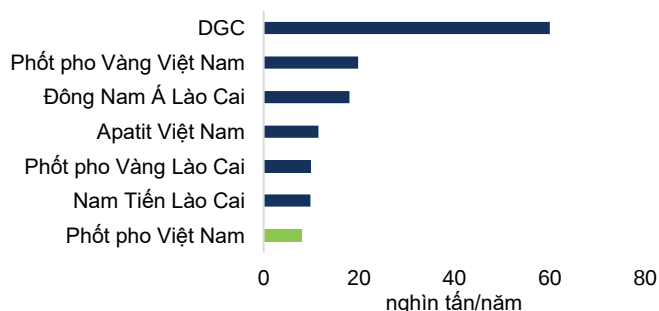
2. Màng photpho và các hợp chất gốc photpho (chiếm 15,5% doanh thu) – Tiêu thụ gặp khó khăn do chi phí sản xuất cao

Màng photpho tại CSV bao gồm 2 sản phẩm chính là **photpho vàng** (sản xuất tại CTCP Photpho Việt Nam) và **axit photphoric** (sản xuất tại Nhà máy Hóa chất Đồng Nai). Trong đó, hơn 85% sản lượng photpho vàng sản xuất tại CTCP Photpho Việt Nam được xuất khẩu sang các nước khác như Nhật Bản và Ấn Độ, lượng còn lại sẽ cung cấp cho Nhà máy Hóa chất Đồng Nai để sản xuất axit photphoric và các sản phẩm gốc photphat khác.

2.1. Năng lực sản xuất photpho vàng thấp, quy mô sản xuất dần thu hẹp

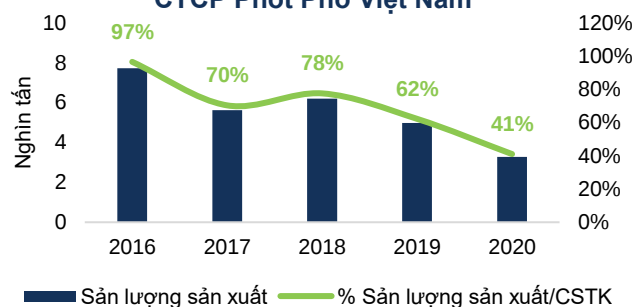
Việt Nam có 7 đơn vị sản xuất và kinh doanh photpho vàng với tổng CSTK đạt gần 140.000 tấn/năm. Trong đó, CTCP Photpho Việt Nam (công ty con của CSV) có năng lực sản xuất thấp nhất với CSTK 8.000 tấn/năm, tương đương với 5,8% trong tổng CSTK photpho vàng nội địa.

CSTK của các doanh nghiệp sản xuất photpho vàng nội địa năm 2020



Nguồn: Ban Quản lý Khu kinh tế tỉnh Lào Cai, FPTs tổng hợp

Tình hình sản xuất photpho vàng tại CTCP Photpho Việt Nam



Nguồn: CSV, FPTs tổng hợp

Trong các doanh nghiệp sản xuất photpho vàng, CTCP Photpho Việt Nam được thành lập sớm nhất ([Tham khảo: Thời gian thành lập của các nhà máy sản xuất photpho](#)) nên hệ thống thiết bị sản xuất chính xuống cấp nhiều, khiến định mức tiêu hao nguyên vật liệu đầu vào gia tăng. Do đó, đơn vị này hiện có chi phí sản xuất cao hơn các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực sản xuất photpho vàng. Hệ quả là sản lượng sản xuất tại CTCP Photpho Việt Nam có xu hướng sụt giảm nghiêm trọng, với CAGR đạt -19,3%/năm trong giai đoạn 2016 – 2020, trái ngược hoàn toàn với mức CAGR đạt 13,8%/năm trong tổng sản lượng photpho vàng được sản xuất tại Việt Nam trong giai đoạn kể trên.

2.2. Công nghệ sản xuất axit photphoric lạc hậu, chi phí sản xuất cao

Axit photphoric (H_3PO_4) trong công nghiệp được sản xuất bằng 2 phương pháp phổ biến là phương pháp trích ly và phương pháp gia nhiệt. Nhà máy Hóa chất Đồng Nai của CSV hiện đang sử dụng phương pháp gia nhiệt để sản xuất axit photphoric, cung cấp ra thị trường axit kỹ thuật và axit thực phẩm. Trong đó, quá trình gia nhiệt sẽ sản xuất ra axit kỹ thuật, từ đó thêm phân đoạn xử lý bổ sung để loại bỏ các hợp chất như Asen (As), Chì (Pb) để thu được axit thực phẩm ([Xem thêm Phụ lục 5: Yêu cầu kỹ thuật của axit photphoric thực phẩm và kỹ thuật](#)).

Phương pháp gia nhiệt hiện nay được đánh giá là không mang lại hiệu quả kinh tế bằng phương pháp trích ly. Để sản xuất ra H_3PO_4 85%, chi phí sản xuất từ quặng apatit bằng phương pháp trích ly và sử dụng công nghệ hiện đại để tinh lọc, nâng cao hàm lượng P_2O_5 rẻ hơn đáng kể so với sản xuất trực tiếp bằng phương pháp gia nhiệt. Vì vậy, trên thế giới, việc sản xuất H_3PO_4 từ phương pháp gia nhiệt đang dần bị đào thải.

Bảng so sánh hai phương pháp sản xuất axit photphoric trong công nghiệp

Đặc điểm	Phương pháp trích ly	Phương pháp gia nhiệt
Nguyên liệu đầu vào chính	Quặng apatit	Photpho vàng
Độ tinh khiết của thành phẩm (hàm lượng H_3PO_4)	50%	85%
Mục đích sử dụng	Phân bón	Đồ uống, xử lý kim loại, điện tử và chất tẩy rửa tổng hợp
Vốn đầu tư cơ bản	Thấp	Cao
Giá thành quy về 85% H_3PO_4 (triệu đồng/tấn)	8–10	17–20

Nguồn: Vinachem, FPTs tổng hợp

2.3. Tình hình tiêu thụ phốt pho vàng vấp phải sự cạnh tranh từ các doanh nghiệp nội địa

- **Giá bán sản phẩm phốt pho vàng của CSV cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành, do hết thời hạn hưởng chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN)**

Thời gian thành lập các nhà máy sản xuất phốt pho

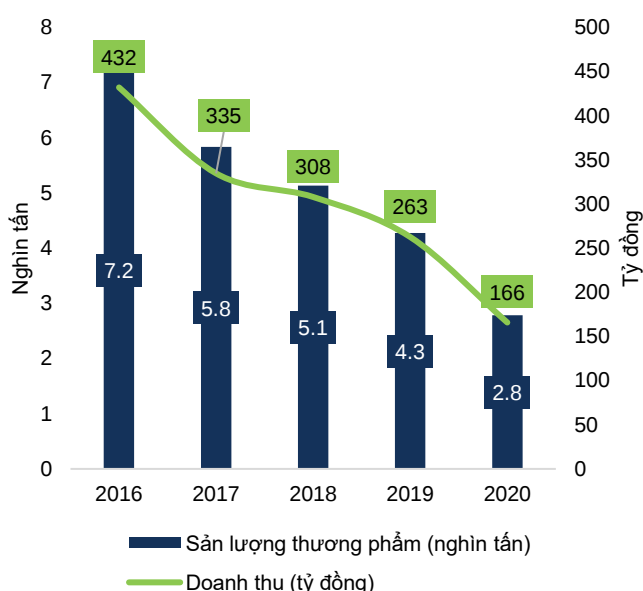
Nhà máy sản xuất phốt pho	Năm thành lập
Nam Tiến Lào Cai	2014
Phốt pho Apatit Việt Nam (DGC)	2014
Đông Nam Á Lào Cai	2010
Phốt pho Vàng Việt Nam	2010
Hòa chất Đức Giang – Lào Cai (DGC)	2009
Phốt pho Vàng Lào Cai	2008
Phốt pho Việt Nam	2004

Nguồn: FPTTS tổng hợp

CTCP Phốt Phô Việt Nam chính thức đi vào hoạt động từ năm 2004 nên hiện đã qua thời hạn nhận được chính sách ưu đãi thuế TNDN của UBND tỉnh Lào Cai từ đầu năm 2019. Trong khi đó, tất cả các đơn vị sản xuất phốt pho khác vẫn đang được hưởng ưu đãi thuế, bao gồm (1) hưởng thuế suất ưu đãi 10% trong vòng 15 năm kể từ khi có doanh thu và (2) miễn thuế TNDN trong vòng 4 năm kể từ khi có thu nhập và giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo. Điều này phần nào giúp các đơn vị này có thể điều chỉnh giá bán cạnh tranh hơn ([Xem thêm Phụ lục 6: Chi tiết về ưu đãi thuế TNDN](#)).

- **Tình hình tiêu thụ khó khăn, CSV dự định thoái toàn bộ vốn tại CTCP Phốt Phô Việt Nam**

Sản lượng thương phẩm và doanh thu phốt pho vàng tại CTCP Phốt Phô Việt Nam



Nguồn: CSV, FPTTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2016 – 2020, sản lượng thương phẩm và doanh thu phốt pho vàng có xu hướng giảm mạnh, với CAGR lần lượt đạt -21,1%/năm và -21,3%/năm. Vì vậy, ban lãnh đạo CSV định hướng trong tương lai sẽ thoái toàn bộ vốn tại CTCP Phốt Phô Việt Nam và mua phốt pho vàng từ các đơn vị khác để cung cấp cho Nhà máy Hóa chất Đồng Nai sản xuất axit photphoric.

Theo đó, CSV sẽ gần như không kinh doanh thương phẩm phốt pho vàng (doanh thu hiện chiếm 12,4% trong tổng doanh thu của CSV năm 2020). Chúng tôi ước tính doanh thu mảng phốt pho sau khi thoái vốn chỉ đóng góp khoảng 3% doanh thu của CSV (chủ yếu từ sản phẩm axit photphoric). Tuy nhiên, biên lợi nhuận của CSV kì vọng sẽ được cải thiện khi sản phẩm phốt pho vàng có biên lợi nhuận gộp ở mức thấp (~10%) so với các sản phẩm còn lại. Doanh nghiệp hiện chưa có kế hoạch chi tiết về thời điểm thoái vốn nên chúng tôi không đưa giả định này vào mô hình dự phóng.

3. Mảng lưu huỳnh và các hợp chất gốc lưu huỳnh (chiếm 5,8% doanh thu) – Triển vọng tiêu cực do việc tiêu thụ gặp khó khăn

3.1. Nguồn cung lưu huỳnh (chiếm 30% giá thành sản xuất) trong nước thiếu hụt, phụ thuộc hầu hết vào nhập khẩu

Do nguồn cung lưu huỳnh trong nước khan hiếm, mới chỉ đáp ứng khoảng 2% nhu cầu tiêu thụ (thông qua sản lượng từ nhà máy lọc dầu Dung Quất và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn), CSV hiện đang nhập khẩu lưu huỳnh từ các nước như Hàn Quốc, Nhật Bản và Singapore để sản xuất 2 sản phẩm chính (1) **axit sunfuric** (ứng dụng trong sản xuất đường, bột ngọt trong ngành thực phẩm, pin-ắc quy, xử lý nước thải) và (2) **phèn nhôm** (sử dụng để xử lý nước sinh hoạt và công nghiệp). Trong năm 2020, CSV nhập khẩu khoảng 20 nghìn tấn lưu huỳnh, được vận chuyển bằng đường biển đến cảng biển thành phố Hồ Chí Minh, sau đó về kho nhà máy bằng đường bộ.

Do lưu huỳnh là sản phẩm phụ của quá trình lọc dầu, diễn biến của giá lưu huỳnh khá tương đồng với diễn biến giá dầu thế giới.

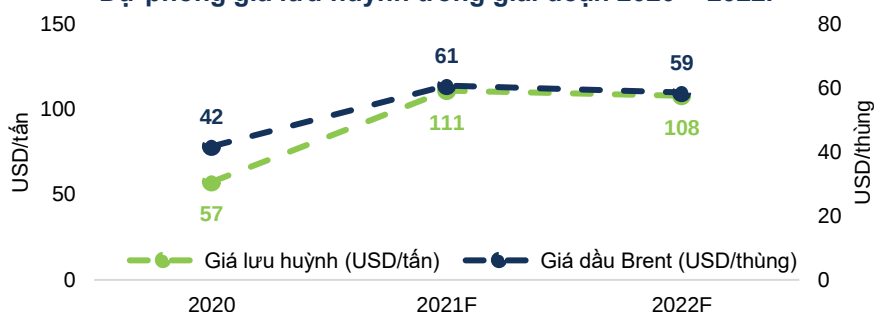
Diễn biến giá lưu huỳnh và giá dầu thô Brent



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Theo dự báo của Cơ quan Quản lý Thông tin Năng lượng (EIA), trong giai đoạn 2020 – 2022F, giá dầu Brent sẽ tăng từ 42 USD/thùng lên 61 USD/thùng trong năm 2021, trước khi giảm về mức 59 USD/thùng. Từ đó, chúng tôi ước tính giá lưu huỳnh sẽ có diễn biến cùng chiều trong giai đoạn trên, tăng từ mức 57 USD/tấn lên 111 USD/tấn trong năm 2021 trước khi quay về mức 108 USD/tấn.

Dự phóng giá lưu huỳnh trong giai đoạn 2020 – 2022F



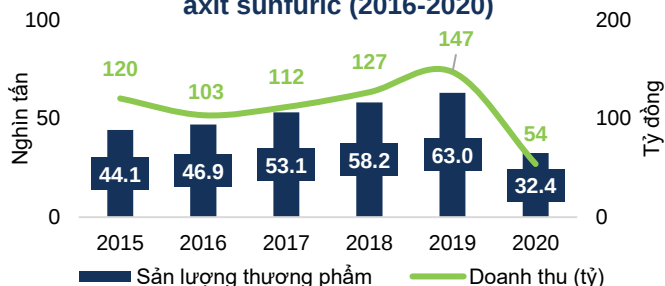
Nguồn: EIA, FPTS tổng hợp và ước tính

3.2. Tình hình tiêu thụ khó khăn do nhu cầu thị trường thay đổi

► Nhu cầu sản phẩm axit sunfuric giảm mạnh do Ajinomoto Việt Nam thay đổi công nghệ sản xuất

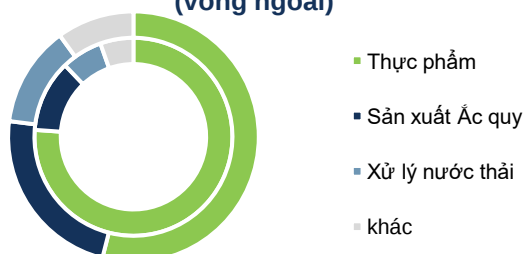
Giai đoạn 2016 – 2019 chứng kiến sự tăng trưởng nhanh chóng về sản lượng thương phẩm axit sunfuric, với CAGR đạt 10,3%/năm. Tuy nhiên, trong năm 2020, sản lượng tiêu thụ của axit sunfuric có sự sụt giảm mạnh, chỉ đạt 32,4 nghìn tấn (-48,5% YoY) khi Ajinomoto Việt Nam (khách hàng tiêu thụ gần 50% lượng axit sunfuric của CSV) đã thay đổi công nghệ sản xuất, ngừng sử dụng axit sunfuric trong quá trình chế biến bột ngọt. Điều này kéo theo sự sụt giảm tỷ trọng trong cơ cấu tiêu thụ của ngành thực phẩm, từ khoảng 75% trong năm 2019 xuống 54% trong năm 2020. Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng thương phẩm axit sunfuric của CSV trong giai đoạn tới sẽ đạt mức độ tăng trưởng trung bình khoảng 5% từ mức thấp điểm trong năm 2020 dựa trên tốc độ tăng trưởng chung của ngành thực phẩm và pin-ắc quy.

Sản lượng thương phẩm và doanh thu axit sunfuric (2016-2020)



Nguồn: CSV, FPTS tổng hợp

Cơ cấu tiêu thụ axit sunfuric của CSV năm 2019 (vòng trong) và năm 2020 (vòng ngoài)



Nguồn: CSV, FPTS tổng hợp và ước tính

► Phèn nhôm dần bị thay thế bởi sản phẩm PAC với khả năng xử lý nước vượt trội và chi phí thấp

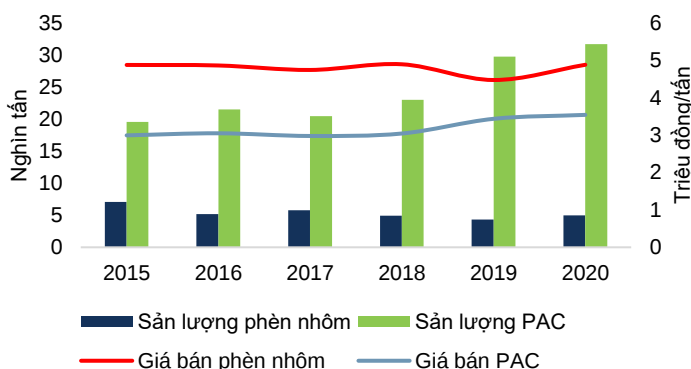
Ngành xử lý nước hiện có xu hướng chuyển đổi sang sản phẩm PAC để thay thế phèn nhôm với nhiều ưu điểm vượt trội hơn như ít làm biến động độ pH của nước, ít gây ăn mòn đường ống xử lý, hiệu quả keo tụ và lắng trong mạnh hơn từ 4 – 5 lần và giá thành rẻ hơn. Điều này dẫn đến sản lượng sản xuất sản phẩm PAC tại CSV trong giai đoạn 2015 – 2020 gia tăng nhanh chóng, với sản lượng năm 2020 tăng 62,3% so với năm 2015. Trong khi đó, quy mô sản xuất phèn nhôm trong giai đoạn trên thu hẹp từ 7.100 tấn xuống xấp xỉ 5.000 tấn, tương ứng với mức giảm 29,7% so với năm 2015. Do đó, chúng tôi đánh giá xu hướng này vẫn còn tiếp tục trong thời gian tới, ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình tiêu thụ phèn nhôm tại CSV.

Bảng so sánh hai loại hoạt chất xử lý nước phèn nhôm và PAC

Chỉ tiêu	Phèn nhôm	PAC
Ảnh hưởng độ pH	Tăng tính axit	Ít tác động
Độ ăn mòn	Trung bình	Thấp
Khả năng xử lý	Trung bình	Cao
Chi phí sử dụng	Trung bình	Thấp
Hàm lượng chất thải sau xử lý	Thấp	Rất thấp

Nguồn: FPTS tổng hợp

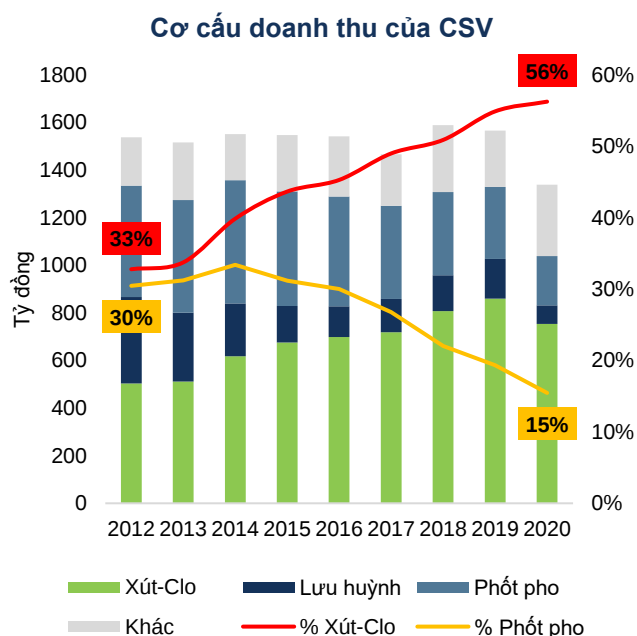
Sản lượng sản xuất và giá bán của phèn nhôm và PAC của CSV



Nguồn: CSV, FPTS tổng hợp

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu gần như không tăng trưởng, mảng Xút – Clo dần gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu



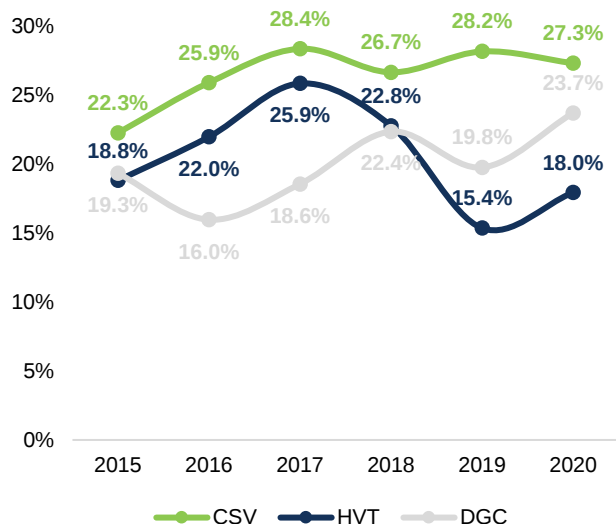
Nguồn: CSV, FPTS tổng hợp

Doanh thu của CSV trong giai đoạn 2012 – 2019 có xu hướng đi ngang, dao động trong ~1,500 – 1.600 tỷ đồng mỗi năm. Riêng năm 2020, doanh thu của CSV chỉ đạt 1.339 tỷ đồng (-14,5% YoY) do tình hình kinh doanh tiêu cực ở cả 3 mảng chính, đặc biệt là mảng lưu huỳnh (-53,2% YoY) và phốt pho (-31,7% YoY).

Xét trong cơ cấu doanh thu của CSV, mảng Xút – Clo đang dần được gia tăng tỷ trọng, từ 33% lên 56% trong giai đoạn 2012 – 2020, nhờ việc doanh nghiệp liên tục đầu tư mới các bình điện phân để nâng cao năng lực sản xuất. Ngược lại, tỷ trọng mảng phốt pho trong doanh thu của CSV có xu hướng giảm dần do không có lợi thế cạnh tranh về giá thành sản xuất. Chúng tôi cho rằng hai xu hướng trên vẫn sẽ tiếp diễn trong tương lai khi doanh nghiệp đang định hướng tập trung đầu tư, gia tăng năng lực sản xuất mảng Xút – Clo (mảng kinh doanh chiến lược của CSV) và thu hẹp dần quy mô mảng phốt pho thông qua việc thoái vốn tại CTCP Phốt Phô Việt Nam.

2. Biên lợi nhuận gộp cao nhất mảng hóa chất cơ bản nhờ các dây chuyền sản xuất phần lớn đã hết khấu hao và tiêu hao ít nguyên nhiên liệu đầu vào

Biên lợi nhuận gộp của các DN trong mảng hóa chất cơ bản



Nguồn: CSV, DGC, HVT, FPTS tổng hợp

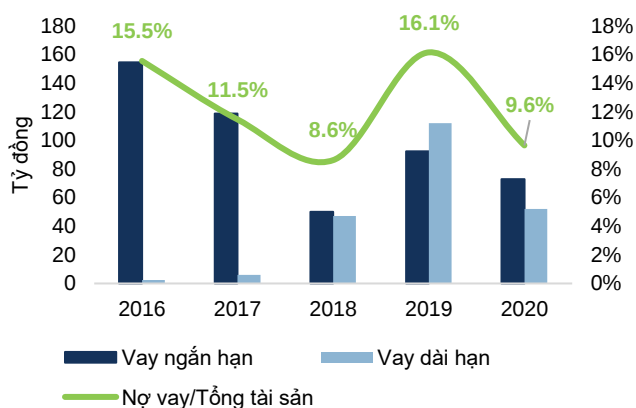
Tại Việt Nam, hiện có ba doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực hóa chất cơ bản được niêm yết trên sàn chứng khoán, gồm có CSV, HVT và DGC. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trên có sự phân hóa về các mảng hoạt động kinh doanh chính. Trong khi CSV và HVT phần lớn hoạt động trong mảng Xút – Clo, DGC chủ yếu tham gia vào mảng phốt pho với chuỗi giá trị hoàn thiện.

Do đó, biên lợi nhuận gộp của CSV và HVT có diễn biến khá tương đồng trong giai đoạn 2015 – 2018. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2019 – 2020, biên lợi nhuận gộp của HVT giảm mạnh do nhu cầu tại thị trường miền Bắc đối với các sản phẩm gốc Clo thấp hơn nhiều so với sản lượng sản xuất, đặc biệt là sản phẩm axit HCl (chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu các sản phẩm gốc Clo của HVT). Vì vậy, để duy trì việc sản xuất Xút ở mức công suất thiết kế, HVT phải tiêu thụ một lượng axit HCl dư thừa (ước tính khoảng 25.000 tấn/năm tại toàn bộ khu vực miền Bắc) vào thị trường miền Nam với chi phí vận chuyển lớn, khiến biên lợi nhuận gộp sụt giảm.

CSV hiện có biên lợi nhuận gộp cao nhất mảng hóa chất cơ bản nhờ hầu hết các dây chuyền sản xuất tại đây đã hết khấu hao, tuy nhiên vẫn đảm bảo hoạt động ổn định trong vòng từ 6 – 8 năm tới, giúp giảm đáng kể một phần chi phí được hạch toán vào giá vốn. Ngoài ra, dây chuyền sản xuất của CSV có định mức tiêu thụ hai nguyên nhiên liệu đầu vào chính (muối công nghiệp và điện) – chiếm hơn 60% trong cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu – ở mức thấp.

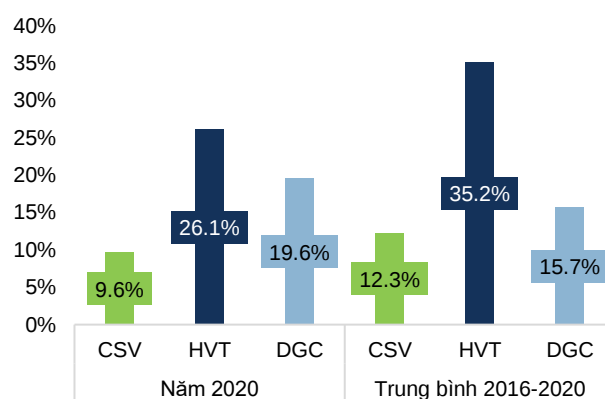
3. Cơ cấu tài chính lành mạnh, nợ vay dài hạn có xu hướng tăng phục vụ cho việc di dời nhà máy

Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của CSV



Nguồn: CSV, FPTS tổng hợp

Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của các DN trong mảng hóa chất cơ bản



Nguồn: CSV, DGC, HVT, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2016 – 2017, CSV chỉ thực hiện duy tu, sửa chữa máy móc, dây chuyền sản xuất và mua sắm các thiết bị lẻ của 3 nhà máy hóa chất với mức đầu tư thấp nên sử dụng hạn chế vay nợ dài hạn. Từ năm 2018, nợ vay dài hạn có xu hướng gia tăng khi CSV sử dụng để đầu tư lớn các dây chuyền sản xuất mới và chuẩn bị cho việc di dời nhà máy. Trong khi đó, vay nợ ngắn hạn có xu hướng giảm dần, chủ yếu sử dụng để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động trong năm.

Trong giai đoạn 2016 – 2020, CSV có đòn bẩy tài chính thấp nhất trong các doanh nghiệp hoạt động trong ngành hóa chất cơ bản khi tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản trung bình đạt 12,3%, thấp hơn so với 15,7% của DGC và 35,2% của HVT. Với việc duy trì tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản ở mức thấp như hiện tại, CSV sẽ ít chịu áp lực từ chi phí nợ vay và có khả năng huy động vốn với chi phí lãi vay thấp cho dự án di dời nhà máy trong tương lai.

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

Dự án di dời các nhà máy sản xuất hóa chất sang KCN Nhơn Trạch 6

► Thông tin dự án

Hiện nay cả 3 nhà máy lớn (Hóa chất Biên Hòa, Hóa chất Đồng Nai và Hóa chất Tân Bình 2) của CSV đều nằm trong KCN Biên Hòa 1, thuộc đề án chuyển đổi thành khu đô thị - thương mại - dịch vụ được UBND tỉnh Đồng Nai phê duyệt. Theo đó, các dây chuyền và thiết bị sản xuất ở các nhà máy trên sẽ được di dời vào trong nhà máy Hóa chất Nhơn Trạch – tọa lạc tại KCN Nhơn Trạch 6, xã Long Thọ, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai. Vì vậy, về bản chất, quy mô sản xuất của CSV trước và sau di dời sẽ không thay đổi.



- ✓ Tổng mức đầu tư di dời: 2.119 tỷ đồng
- ✓ Tiền thuê đất: 407 tỷ đồng
- ✓ Tiền đầu tư, xây dựng hệ thống bồn bãi, kho chứa: 1.712 tỷ đồng
- ✓ Diện tích thuê đất: 18 ha
- ✓ Thời hạn thuê: 37 năm
- ✓ Vị trí địa lý: Kết nối giao thông thuận tiện cho đường bộ, đường biển và hàng không.
 - Đường bộ: cách cao tốc Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây 3km, cao tốc Bến Lức – Long Thành 4km, quốc lộ 51 7km.
 - Đường biển: cách cảng Phước An 10km, cảng Cát Lái 22 km.
 - Đường hàng không: cách sân bay Long Thành 10km.

► Tiến độ dự án bị chậm trễ

UBND tỉnh Đồng Nai ban đầu dự kiến đóng cửa KCN Biên Hòa 1 vào năm 2022, tuy nhiên, việc di dời hiện vẫn đang chậm tiến độ. Nguyên nhân chủ yếu là do gặp vướng mắc trong quá trình bổ sung, làm rõ một số thủ tục pháp lý liên quan đến diện tích quy hoạch, sự đồng thuận và phương án di dời của các doanh nghiệp.

CSV đang thuê đơn vị tư vấn lập báo cáo khả thi của dự án để trình lên Vinachem phê duyệt, ước tính chi phí di dời sang KCN Nhơn Trạch 6 vào khoảng 2.119 tỷ đồng. Khi đề án quy hoạch hoàn thành xong, nhà nước sẽ có chính sách đền bù cho các đơn vị hoạt động trong KCN Biên Hòa 1. Theo đó, CSV dự tính tiền đền bù đất sẽ hỗ trợ một phần vốn đầu tư di dời nhà máy. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, thời gian phê duyệt sẽ có lộ trình 2 năm và thời gian triển khai việc di dời sẽ mất khoảng từ 4 đến 5 năm mới hoàn thành. Hiện doanh nghiệp đã quyết toán tiền thuê đất và quyền sử dụng cơ sở hạ tầng tại KCN Nhơn Trạch 6 để chuẩn bị sẵn sàng cho việc di dời.

► Tác động của việc di dời lên hoạt động kinh doanh

Chúng tôi ước tính CSV sẽ di dời nhà máy trong giai đoạn 2024 – 2028 với cơ cấu nguồn vốn cho dự án là 30% từ vốn tự có và 70% từ vốn vay. Trong thời gian di dời, chúng tôi cho rằng năng lực sản xuất ở ba mảng kinh doanh của CSV sẽ bị giảm đáng kể, buộc phải thương mại một số sản phẩm để giữ vững lòng tin và uy tín đối với khách hàng. Do đó, chúng tôi ước tính mức độ tác động của việc di dời trong giai đoạn 2024 – 2028 ảnh hưởng đến doanh thu và biên lợi nhuận gộp của từng mảng kinh doanh như sau:

Ước tính doanh thu và lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh chính của CSV trong giai đoạn 2024 – 2028F so với năm 2023

Mảng kinh doanh	Doanh thu trung bình 2024-2028F	So với 2023 (%)	Lợi nhuận gộp trung bình 2024-2028F	So với 2023 (%)
Xút – Clo	932	-5,2%	235	-15,6%
Phốt pho và các hợp chất gốc phốt pho	155	-1,2%	11	-6,1%
Lưu huỳnh và các hợp chất gốc lưu huỳnh	93	-1,5%	21	-15,4%

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính của CSV, chúng tôi chia giả định kết quả kinh doanh của CSV ra 2 giai đoạn, bao gồm giai đoạn 2021 – 2023 và giai đoạn 2024 – 2028, được trình bày cụ thể như sau:

GIẢI ĐOẠN 2021 – 2023

Chỉ tiêu	Dự phóng	Giả định
Mảng Xút – Clo		
Tăng trưởng doanh thu	+6,3%/năm	Trong giai đoạn 2021 – 2023F, động lực tăng trưởng chính của mảng Xút – Clo đến từ việc đầu tư điện phân có công suất 10.000 tấn/năm, dự kiến sẽ hoàn thành vào T10/2021. Chúng tôi kì vọng sản lượng Xút sản xuất tại CSV sẽ gia tăng nhanh chóng (CAGR = 5,3%/năm) trong giai đoạn 2021 – 2023F, đạt mức ~47 nghìn tấn vào năm 2023 nhờ (1) nguồn cung Xút trong nước vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng và (2) bài toán cân bằng Xút – Clo được giải quyết. Trong đó, khoảng 13 nghìn tấn Xút được giữ lại để tiêu thụ nội bộ, chế biến các sản phẩm có gốc Natri khác như Natri Silicate, Javel. Đối với sản phẩm có gốc Clo, chúng tôi hiện vẫn chưa nắm được CSTK của 2 sản phẩm mới (TCCA và Chloramin B), nên chỉ thiết lập dự phóng dựa trên các sản phẩm hiện có của doanh nghiệp.
Tăng trưởng giá vốn	+7,2%/năm	Chúng tôi ước tính dựa trên 2 yếu tố đầu vào chính: muối công nghiệp (30% giá thành sản xuất) và điện (50% giá thành sản xuất). Trong giai đoạn 2021 – 2023F, giá muối vẫn sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu, ước tính sẽ duy trì ~650 – 800 đồng/kg như trong giai đoạn 2012 – 2020. Trong khi đó, giá điện trong giai đoạn trên được ước tính sẽ có CAGR đạt 6%/năm, dựa vào dự thảo Quy hoạch điện VIII khi đặt ra giả thiết giá điện trung bình có thể tăng 5 – 8% trong giai đoạn 2021 – 2050F.
Mảng lưu huỳnh và các hợp chất gốc lưu huỳnh		
Tăng trưởng doanh thu	+5,3%/năm	Chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh này trong giai đoạn 2021-2023F sẽ có dấu khả quan hơn so với năm 2020 khi khách hàng chính là Ajinomoto Việt Nam (chiếm 50% sản lượng tiêu thụ tại CSV) thay đổi công nghệ sản xuất.

Đối với sản phẩm axit sunfuric, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn 2021 – 2023F đạt mức độ tăng trưởng trung bình (CAGR) khoảng 5%/năm từ mức thấp điểm trong năm 2020 dựa trên tốc độ tăng trưởng chung của ngành thực phẩm và pin-ắc quy. Chúng tôi cũng kì vọng giá bán axit sunfuric trong giai đoạn trên sẽ tăng trở lại, với CAGR đạt 3,7%/năm, nhờ sự phục hồi của giá axit sunfuric thế giới.

Trong khi đó, tình trạng tiêu thụ sản phẩm phen nhôm được dự báo vẫn sẽ suy giảm trong thời gian tới khi các đơn vị trong ngành xử lý nước dần thay thế phen nhôm sang PAC với ưu thế vượt trội hơn về giá thành và công dụng.

Tăng trưởng giá vốn

+4%/năm

Dựa trên kịch bản giá dầu của EIA, chúng tôi ước tính giá lưu huỳnh (30% giá thành sản xuất) sẽ tăng từ mức 57 USD/tấn trong năm 2020 lên 111 USD/tấn trong năm 2021 trước khi quay về mức 108 USD/tấn vào năm 2022.

Màng photpho và các hợp chất gốc photpho

Tăng trưởng doanh thu

-6,8%/năm

Tiềm năng tăng trưởng khó khăn do không có lợi thế cạnh tranh về chi phí sản xuất của màng photpho, đặc biệt là photpho vàng, so với các đơn vị sản xuất photpho khác trong nước.

Chúng tôi không đưa giả định CSV sẽ thoái vốn tại CTCP Photpho Việt Nam vào dự phóng do chưa có thông tin chi tiết từ phía doanh nghiệp.

Tăng trưởng giá vốn

-6%/năm

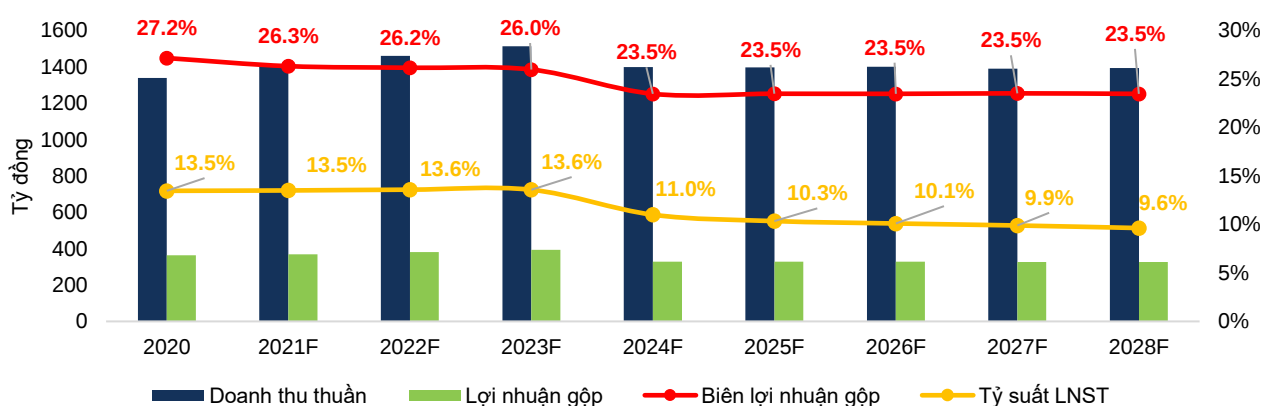
Chúng tôi ước tính dựa trên 2 giả định về giá than cốc và giá điện. Theo dự báo của KPMG, giá than cốc (15% giá thành sản xuất) trung bình sẽ tăng 4%/năm trong giai đoạn 2021 – 2023F. Trong khi đó, giá điện (60% giá thành sản xuất) ước tính sẽ tăng 6%/năm trong giai đoạn 2021 – 2023F.

GIAI ĐOẠN 2024 – 2028

Hiện doanh nghiệp đã quyết toán tiền thuê đất và sử dụng cơ sở hạ tầng tại KCN Nhơn Trạch 6 để chuẩn bị sẵn sàng cho việc di dời, do đó, chúng tôi ước tính CSV sẽ bắt đầu di dời nhà máy trong giai đoạn 2024 – 2028F. Như đã phân tích ở trên, trong giai đoạn này, tình hình sản xuất ở cả ba mảng kinh doanh chính của CSV đều bị ảnh hưởng nghiêm trọng, buộc phải thương mại một số sản phẩm để giữ vững uy tín đối với khách hàng. Do đó, chúng tôi giả định doanh thu và lợi nhuận gộp của từng mảng sẽ có sự sụt giảm đáng kể, được phân tích chi tiết ở bảng [“Doanh thu và lợi nhuận gộp trung bình các mảng kinh doanh chính của CSV trong giai đoạn 2024 – 2028F so với năm 2023”](#).

Từ những giả định và dự phóng các mảng kinh doanh ở trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của CSV trong giai đoạn 2021 – 2028F như sau:

Kết quả dự phóng doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu CSV bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu CSV được xác định là **31.200 đồng/cp**, cao hơn 0,6% so với mức giá đóng cửa ngày 01/04/2021, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	29.005	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	33.352	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/ cổ phiếu)		31.179	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2021	12,9%	Phần bù rủi ro	8,84%
Chi phí sử dụng nợ	7,6%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,63
Chi phí sử dụng VCSH	13,6%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,15%	Thời gian dự phóng	8 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)		1.352.312
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu đồng)		54.681
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)		124.957
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		1.282.036
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)		44.200.000
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		29.005
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		1.474.163
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		33.352

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	ĐDKT	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1.339	1.397	1.448	1.495	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	975	1.030	1.070	1.108	+ Tiền và tương đương	115	222	358	483
Lợi nhuận gộp	364	368	378	388	+ Đầu tư TC ngắn hạn	200	200	200	200
- Chi phí bán hàng	71	74	76	79	+ Các khoản phải thu	176	177	184	190
- Chi phí quản lí DN	67	70	72	75	+ Hàng tồn kho	235	228	238	249
Lợi nhuận thuần HĐKD	226	224	229	234	+ Tài sản ngắn hạn khác	53	39	40	41
- (Lỗ)/lãi HĐTC	13	13	19	24	Tổng tài sản ngắn hạn	780	866	1.020	1.163
- Lợi nhuận khác	0	0	0	0	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	999	1.069	1.072	1.074
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	239	237	248	258	+ Khấu hao lũy kế	-876	-928	-981	-1.018
- Chi phí lãi vay	13	9	8	7	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	122	141	91	57
Lợi nhuận trước thuế	226	237	248	258	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
- Thuế TNDN	47	47	50	52	+ Tài sản dài hạn khác	359	359	359	359
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	34	0	0	0
LNST	180	190	199	206	Tổng tài sản dài hạn	519	503	452	417
- Lợi ích cổ đông thiểu số	2	3	3	3	Tổng Tài sản	1.299	1.370	1.472	1.580
LNST của cổ đông CT Mẹ	179	187	195	204	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	4.043	3.785	3.961	4.126	+ Phải trả người bán	79	49	51	53
EBITDA	285	290	302	296	+ Vay và nợ ngắn hạn	73	84	88	91
Khấu hao	46	53	54	38	+ Quỹ khen thưởng	28	20	20	21
Tăng trưởng doanh thu	-15%	4%	4%	3%	Nợ ngắn hạn	243	227	235	241
Tăng trưởng LN HĐKD	-27%	-1%	2%	2%	+ Vay và nợ dài hạn	52	35	17	0
Tăng trưởng EBIT	-27%	-1%	5%	4%	+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng EPS	-27%	-6%	5%	4%	Nợ dài hạn	52	35	17	0
Chỉ số khả năng sinh lời	2020	2021F	2022F	2023F	Tổng nợ	295	261	252	241
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28,7%	29,1%	29,4%	29,5%	+ Thặng dư	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	16,4%	17,1%	17,7%	18,2%	+ Vốn điều lệ	442	442	442	442
ROE DuPont	24,9%	23,2%	21,8%	20,3%	+ LN chưa phân phối	140	172	208	249
ROA DuPont	18,8%	18,3%	18,0%	17,2%	Vốn chủ sở hữu	978	1.079	1.188	1.304
Tỷ suất EBIT/doanh thu	20,5%	21,4%	22,1%	22,7%	Lợi ích cổ đông thiểu số	32	35	38	40
LNST/LNTT	78,6%	78,8%	78,7%	78,8%	Tổng cộng nguồn vốn	1.299	1.370	1.472	1.580
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%					
Vòng quay tổng tài sản	117,2%	108,7%	103,2%	96,3%					
Đòn bẩy tài chính	131,9%	126,7%	121,0%	117,8%					
Chỉ số hiệu quả vận hành	2020	2021F	2022F	2023F	Lưu chuyển tiền tệ	2020	2021F	2022F	2023F
Số ngày phải thu	47,99	44,94	44,94	44,94	Tiền đầu năm	154	115	222	358
Số ngày tồn kho	96,90	82,41	82,41	82,41	Lợi nhuận sau thuế	226	187	195	204
Số ngày phải trả	29,53	17,38	17,38	17,38	+ Khấu hao	46	53	54	38
Thời gian luân chuyển tiền	115,35	109,97	109,97	109,97	+ Điều chỉnh	-89	-11	-18	-19
COGS / Hàng tồn kho	4,15	4,52	4,50	4,46	+ Thay đổi vốn lưu động	108	-13	-13	-14
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2020	2021F	2022F	2023F	Tiền từ hoạt động KD	290	216	219	208
CS thanh toán hiện hành	3,22	3,82	4,35	4,82	+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	2,25	2,82	3,33	3,79	+ Chi mua sắm TSCĐ	-50	-37	-2	-2
CS thanh toán tiền mặt	1,30	1,86	2,38	2,83	+ Tăng (giảm) đầu tư	-120	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,10	0,09	0,07	0,06	+ Các hđ đầu tư khác	11	0	0	0

Nợ / Vốn CSH	0,13	0,11	0,09	0,07	Tiền từ hđ đầu tư	-159	-37	-2	-2
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,07	0,08	0,07	0,07	+ Cổ tức đã trả	-92	-66	-66	-66
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,05	0,03	0,01	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	19,03	26,10	31,03	37,27	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	12	3	3
					+ Thay đổi nợ dài hạn	0	-17	-17	-17
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	-171	-72	-80	-81
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	-39	107	136	125
					Tiền cuối năm	115	222	358	483

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Thuế nhập khẩu muối công nghiệp [\(Trở về nội dung chính\)](#).

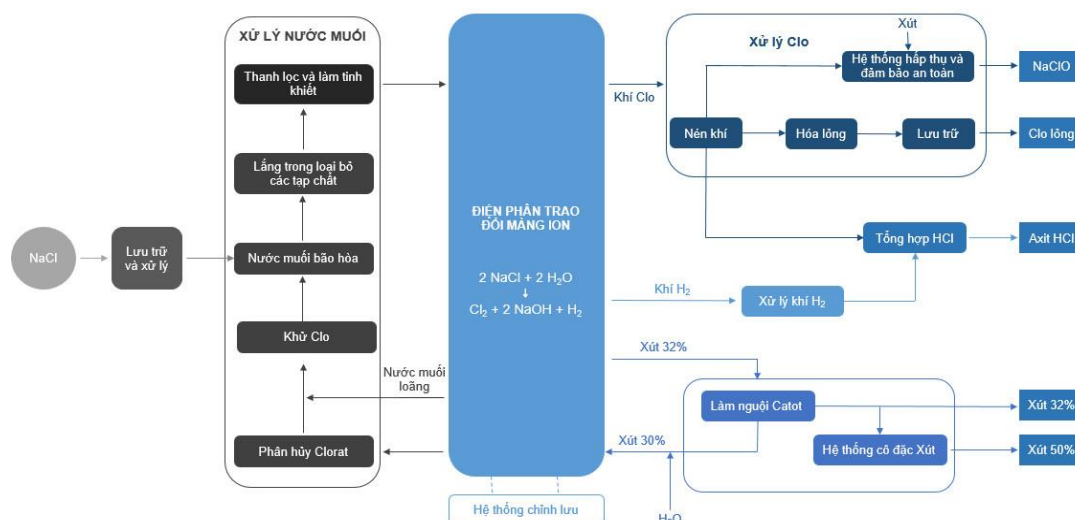
Mặt hàng	Thuế thông thường (%)	Thuế ưu đãi (%)	Thuế ưu đãi đặc biệt (%)					Thuế ngoài hạn ngạch (%)
			Asean - Trung Quốc (ACFTA)	Asean (ATIGA)	Asean - Nhật Bản (AJCEP)	Việt Nam - Nhật Bản (VJEPA)	Asean - Úc - New Zealand (AANZFTA)	
Muối công nghiệp	22,50	15	50	0	0	0	0	50

Nguồn: Tổng cục Hải quan, FPTTS tổng hợp

Phụ lục 2: Bảng so sánh hai quy hoạch phát triển sản xuất muối [\(Trở về nội dung chính\)](#).

Năm	Hạng mục quy hoạch	Quy hoạch phát triển sản xuất muối đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030	Đề án Phát triển ngành muối giai đoạn 2021 - 2030
2020	Diện tích sản xuất muối công nghiệp (ha)	8.000	N/A
	Diện tích sản xuất muối thủ công (ha)	6.500	
	Sản lượng muối công nghiệp (nghìn tấn)	1.310	
	Sản lượng muối thủ công (nghìn tấn)	690	
2025	Diện tích sản xuất muối công nghiệp (ha)	N/A	4.806
	Diện tích sản xuất muối thủ công (ha)		9.694
	Sản lượng muối công nghiệp (nghìn tấn)		640
	Sản lượng muối thủ công (nghìn tấn)		860
2030	Diện tích sản xuất muối công nghiệp (ha)	9.850	4.887
	Diện tích sản xuất muối thủ công (ha)	6.650	9.357
	Sản lượng muối công nghiệp (nghìn tấn)	1.950	870
	Sản lượng muối thủ công (nghìn tấn)	950	1.130
Tình trạng		Đã bãi bỏ	Còn hiệu lực

Nguồn: QĐ số 4513/QĐ-BNN-CB, QĐ số 591/QĐ-BNN-KH, QĐ số 1325/QĐ-TTg, FPTTS tổng hợp

Phụ lục 3: Minh họa quy trình sản xuất của dây chuyền Xút – Clo [\(Trở về nội dung chính\).](#)


Nguồn: ThyssenKrupp AG, FPTS tổng hợp

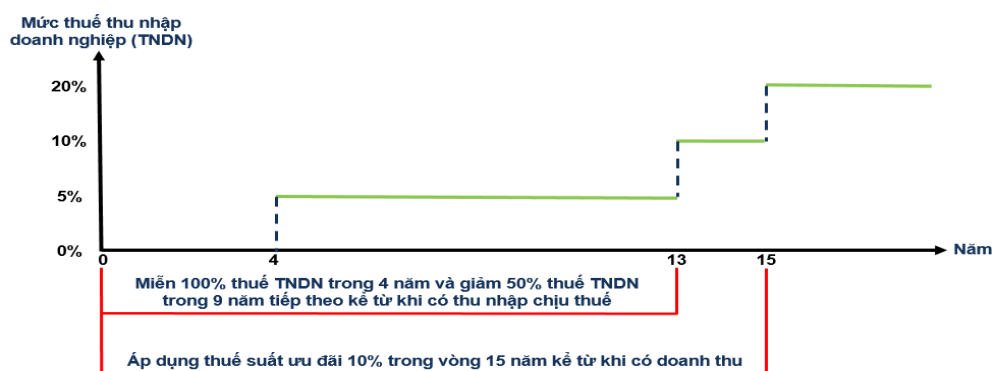
Phụ lục 4: Hệ thống dây chuyền điện phân của CSV [\(Trở về nội dung chính\).](#)

Kiểu bình điện phân	DD350	BM2.7
Tổng công suất thiết kế (tấn)	15.000	25.000
Giai đoạn đầu tư	1993-1996	2005-2019
Công nghệ	Filter press	Single element
Hệ thống điều khiển	Vận hành chủ yếu bằng tay	Vận hành hoàn toàn tự động
Tiêu hao điện năng (KWh/tấn Xút quy về 100%)	2.350	2.030
Bảo trì sửa chữa (màng trao đổi ion và tấm điện cực)	Thường xuyên	Hiếm khi

Phụ lục 5: Yêu cầu kỹ thuật của axit photphoric thực phẩm và kỹ thuật [\(Trở về nội dung chính\).](#)

Tên chỉ tiêu	Mức chất lượng	
	H ₃ PO ₄ - Thực phẩm	H ₃ PO ₄ - Kỹ thuật
Ngoại quan	Dung dịch có màu sáng	Dung dịch có màu sáng
Max % axit photphoric (H ₃ PO ₄)	85	85
Max % clo (Cl)	0,0005	0,0005
Max % sunfat (SO ₄)	0,003	0,005
Max % sắt (Fe)	0,001	0,005
Max % chì (Pb)	0,001	0,05
Max % asen (As)	0,0001	0,01

(*) % được tính theo khối lượng khô
 Nguồn: TCVN 6618 : 2000, FPTS tổng hợp

Phụ lục 6: Chi tiết về ưu đãi thuế TNDN [\(Trở về nội dung chính\).](#)


(*) Áp dụng trong trường hợp doanh nghiệp có doanh thu và thu nhập chịu thuế ngay năm đầu tiên

Nguồn: Thông tư 96/2015/TT-BTC, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 110 cổ phiếu CSV, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888